

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

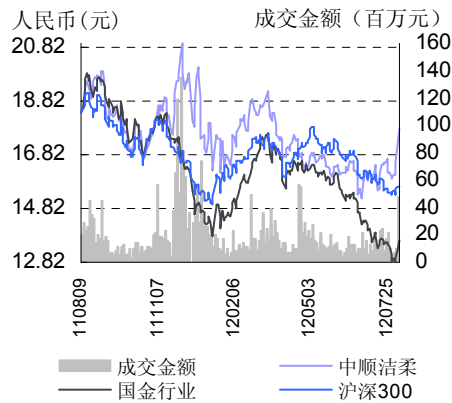
市价(人民币): 18.33元

修正市场预期下的增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	94.54
总市值(百万元)	38.13
年内股价最高最低(元)	20.95/15.19
沪深 300 指数	2389.80
中小板指数	5049.36



相关报告

1. 《新一轮扩张拉开帷幕》，2012.8.1
2. 《走出蹉跎,等待质变》，2012.5.27
3. 《业绩低于预期,但主营向好趋势明显》，2012.4.18

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.503	0.743	1.023	1.390
每股净资产(元)	12.46	12.96	13.93	15.26	17.07
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	1.92	1.12	1.22
市盈率(倍)	58.93	46.88	24.68	17.91	13.18
行业优化市盈率(倍)	22.80	18.92	30.12	30.12	30.12
净利润增长率(%)	-1.41%	-26.03%	91.85%	37.77%	35.85%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	6.93%	8.72%	10.59%
总股本(百万股)	160.00	160.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中顺洁柔公布半年报: 营业利润 8632 万元, 增长 67%; 归属母公司所有者净利润 6573 万元, 增长 37.6%, EPS 0.32 元。其中二季度净利润 3993 万元, 增长 80.1%。公司业绩符合我们预期, 同时公司预计前三季度净利润增长 40%-70%。

经营分析

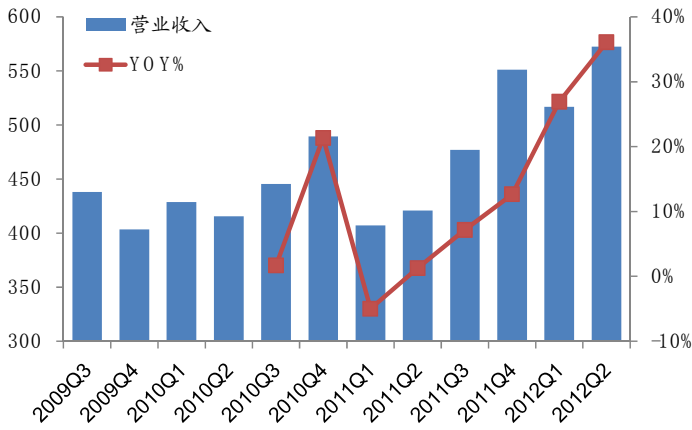
- 高质量的增长: 2012H1 公司收入增长 31.6%, 其中二季度增长 36.1%, 增速比一季度快了 9 个百分点。在宏观经济增速下行的背景下, 公司依然实现高增长, 验证我们对行业的判断: 1) 生活用纸是典型的弱周期行业, 受经济波动影响小, 相反它是受益于经济不景气的行业; 2) 生活用纸行业仍处于快速增长期(2011 年市场容量增长 21%), 一、二线城市升级&三、四线城市放量的大趋势仍将维持, 优质品牌企业有望保持 30% 左右增速。同时对于公司而言, 我们认为中报良好的增长也有望打消市场的疑虑——市场一直疑惑公司过去几年为什么无增长&一季度业绩低于市场预期。在报告《新一轮扩张拉开帷幕》中, 我们已解释公司低增长主要受制于产能因素, 而非本身质地问题。公司目前在华南、西南市场产品供不应求, 去年新投的 2 台合计 5 万吨设备开工基本达到 100%, 同时公司在华南、西南市场共委托 3 家工厂代工以满足市场需求。公司目前良好的销售情况说明公司具有较强的产品竞争力及市场开拓能力, 有望修正市场对公司的预期。
- 毛利率继续上升, 销售费用率如期下降: 因去年 4 季度采购的低价原料在二季度完全显现, 二季度公司综合毛利率达 31.1%, 较 Q1 上升 0.8 个百分点。因原料价格的反弹, 我们预计 Q3 毛利率可能较 Q2 小幅下行, 全年毛利率预计 30% 左右。而从未来看, 产品结构的变化有望增强公司的盈利能力, 今年上半年公司非卷纸的比重已达到 45.3%, 较去年上升 3 个百分点, 尤其是公司新推出的 FACE、LOTION 系列, 深受市场好评, 增速达 40%-50%。此外, 在报告《新一轮扩张拉开帷幕》中, 我们已解释公司 Q1 销售费用率异常的原因, 这主要是财务处理原因, 而非市场认为的产能大规模释放, 市场竞争激烈进而导致费用大幅上升。我们预计下半年公司销售费用率仍趋于下降, 全年预计略高于 2011 年(14.7%)。而未来我们预计随着公司规模优势的显现, 以及管理的改进, 费用率仍有一定下降空间。

- **基数原因&行业自身特性，全年业绩翻番的概率非常大：**公司预计前三季度净利润增长 40%-70%，我们判断 60%-70% 的概率较大，这主要基于基数原因及行业特性。受高价原料的影响，公司去年下半年净利润基数较低，而下半年一般是生活用纸的消费旺季，同时公司目前产品已是供不应求，而公司下半年还有 12 万吨的募投产能释放，因此公司下半年高增长具有较强的确定性，我们预计公司前三季度将增长 60%-70%，而全年翻番的概率非常大。
- **成本逻辑贯穿全年，回归成长和管理改善将是公司未来主要看点：**关于木浆走势，我们去年年度策略已详细阐述，目前的走势跟我们预期基本吻合。截至 8 月份针叶浆已创出本轮下跌的新低（610-620 美元/吨），而阔叶浆也较反弹高点下跌 50-60 美元。而从中期看，全球经济增速不可避免地影响未来 2 年木浆消费，同时南美新产能的大规模释放也将压制浆价表现，我们预计全球浆市未来 2-3 年必将经历一次再平衡过程（伴随着北美、欧洲等高成本产能的倒闭），我们判断未来两年浆价都将处于相对低位。公司目前原料库存已基本可用到年底，因此成本逻辑基本将贯穿全年。而公司未来的看点将回归成长，同时管理改善前景同样值得我们关注。首先，对于公司收入的增长前景，我们认为在行业高速增长背景下，同时在新产能投放的拉动下，公司有望保持 30% 左右的增长。而管理改善将成为未来公司主要关注点，公司上半年净利率仅 6%，而维达将达到 11%-12%（二者产品结构、价格、毛利率基本相同）。我们认为这一方面是由于规模劣势所导致，但更多的是公司在管理及渠道控制上与竞争对手存在一定的差距。目前公司新的管理团队上马后，也着手加强制度建设（如工厂成本控制、销售人员的绩效考核、品牌建设、渠道优化以及优质人才引进等），而未来公司也可能借助外脑改进公司目前管理上存在的弊端，不过我们认为公司质变仍需要一定时间。
- **2012 年将是公司成长的起点，建议中长线投资者逐步布局：**2012H1 公司产能 23 万吨，下半年还将 12 万吨募投项目释放（8-11 月投产），2012 年底公司总产能将达到 35 万吨，较上市前几乎翻了一番。而公司 8 月初已公告将在广东罗定和成都新建 30 万吨生活用纸项目（广东罗定市 24 万吨；成都 6 万吨），我们认为募投项目加上新的 30 万吨项目将确保公司未来五年的增长。而且随着规模的扩大，公司对上游原料供应商以及下游渠道商的议价力将上升，规模优势将显现。而从行业看，目前我国生活用纸消费量 525 万吨，人均消费量仅 3.5 千克/人，显著低于欧美等国以及我国香港、台湾等地区（发达区域人均消费量 10-25 千克），我们预计 2020 年行业规模将翻一番，同时 500 多万吨生活用纸消费量中仍有一半左右是低档的非木浆产品，主要是小企业所生产，这些企业未来几年将被政策与市场竞争所淘汰。目前我国生活用纸行业 CR4 市场占有率仅 32%（欧美 CR4 达 60%-70%），行业仍处于洗牌初期，品牌处于由分散向集中的过程中。当前一线龙头企业无论从规模、资金实力、品牌影响力以及渠道优势等方面已远远领先于中小企业。我们认为龙头企业将借助商超等现代渠道的快速扩张，携渠道及品牌优势，快速扩张规模，抢占市场。因此无论是市场容量的快速发展，还是企业之间市场份额的演变，市场给予优质企业足够的成长空间，因此我们建议投资者从中长期角度看待中顺洁柔的投资价值。

投资建议及盈利预测

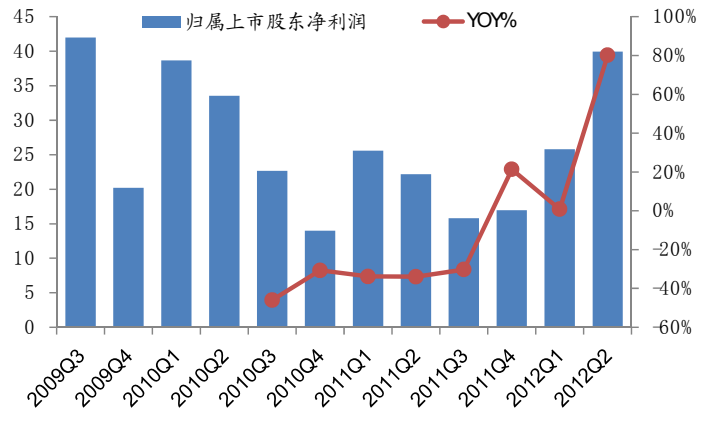
- 我们认为 2012 年将是公司成长的起点，成本逻辑将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看，管理改善所带来的盈利力的上升也是公司的重要看点，我们建议长线投资者逐步买入。
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、31.63 亿元、41.53 亿元，归属母公司股东净利润 1.55 亿元、2.13 亿元、2.89 亿元，对应 EPS 为 0.74 元、1.02 元、1.39 元。

图表1: 中顺洁柔单季营业收入 (百万元)

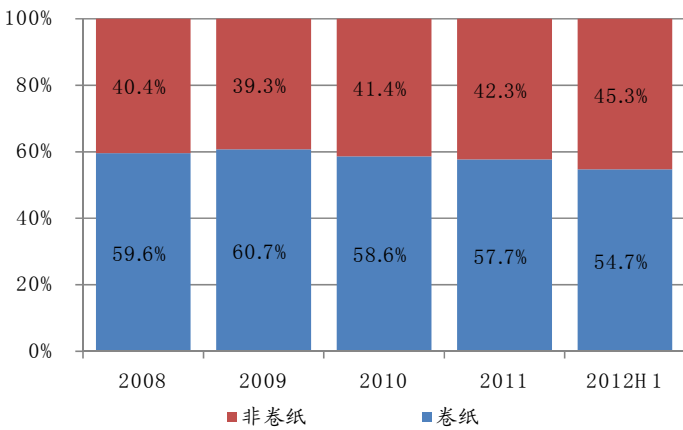


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表2: 中顺洁柔单季净利润 (百万元)

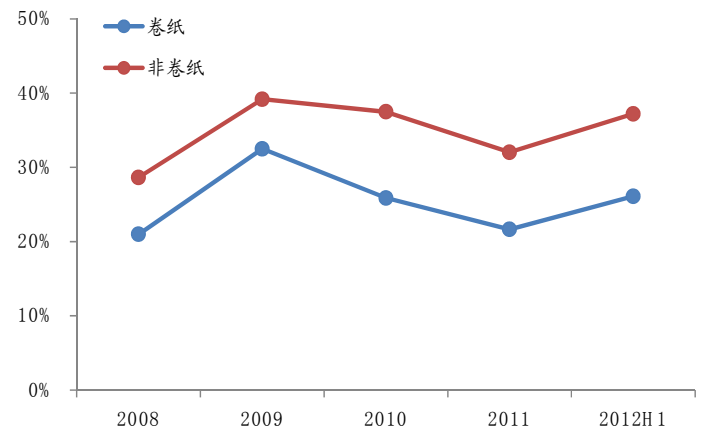


图表3: 产品结构变化

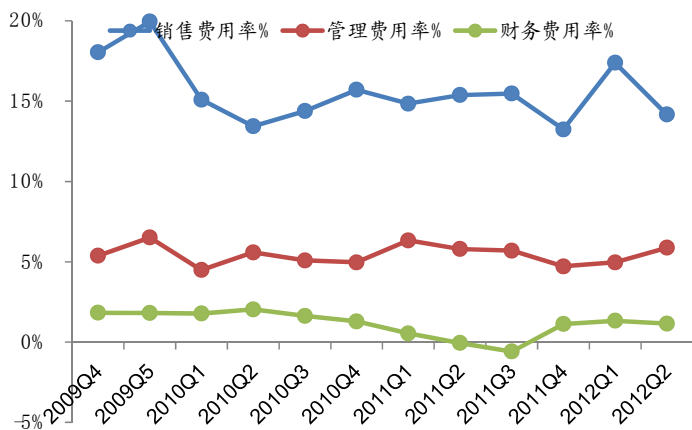


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表4: 分产品毛利率%

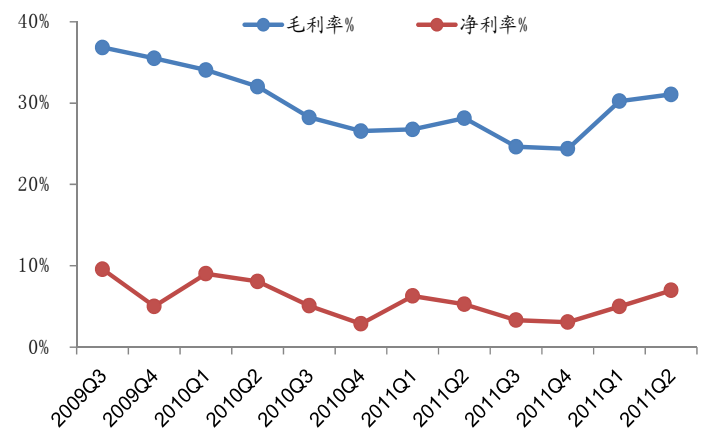


图表5: 中顺洁柔单季费用率

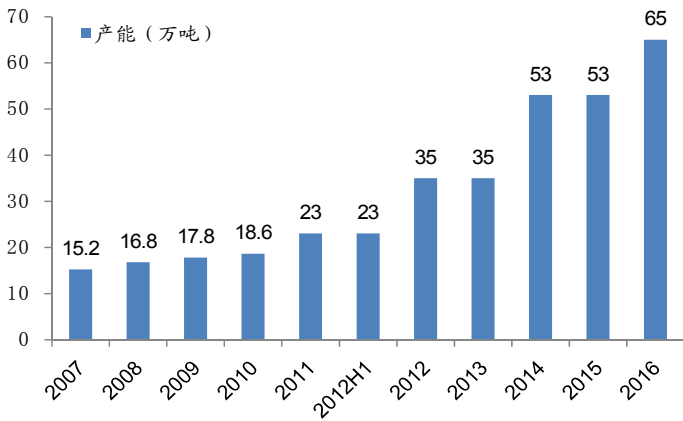


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表6: 中顺洁柔盈利能力

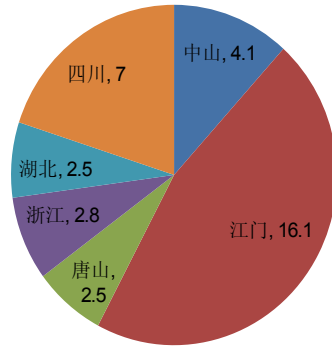


图表7: 公司产能

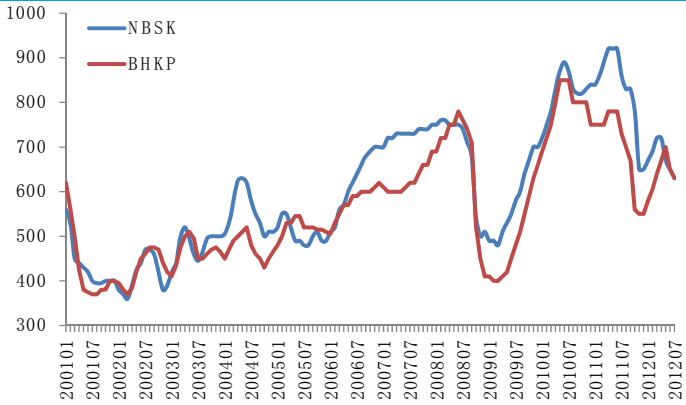


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表8: 公司产能分布 (2012 年底)

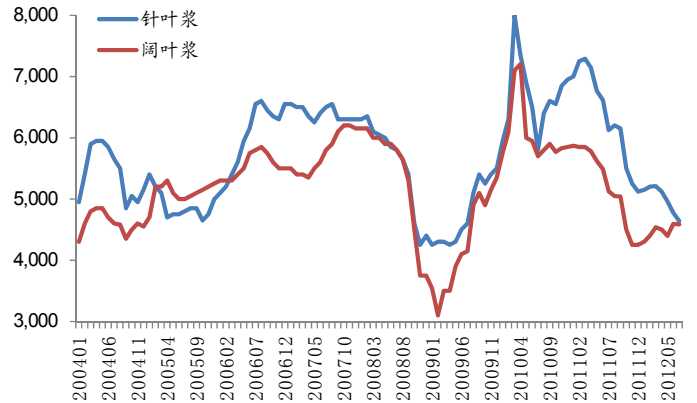


图表9: 国外供应商对中国市场木浆报价 (美元/吨)



来源: RISI、国金证券研究所

图表10: 国内现货市场木浆价格 (元/吨)



图表11: 公司主营收入分产品预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
卷 纸							
平均售价 (元/吨)	10,120.72	9,439.48	10,027.95	10,020.00	9,620.00	9,700.00	9,800.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.73%	6.23%	-0.08%	-3.99%	0.83%	1.03%
销售数量 (千吨)	84.70	104.00	102.00	105.96	142.00	185.00	240.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	22.79%	-1.92%	3.88%	34.01%	30.28%	29.73%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,061.72	1,366.04	1,794.50	2,352.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	14.52%	4.19%	3.80%	28.66%	31.37%	31.07%
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	21.65%	26.90%	26.50%	26.00%
销售成本 (百万元)	677.29	662.65	758.24	831.86	998.58	1,318.96	1,740.48
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-2.16%	14.43%	9.71%	20.04%	32.08%	31.96%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	229.86	367.46	475.54	611.52
增长率 (YOY)	#REF!	77.32%	-17.06%	-13.13%	59.86%	29.41%	28.59%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	57.70%	56.95%	57.03%	56.85%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	48.57%	48.50%	48.35%
非 卷 纸							
平均售价 (元/吨)	12,347.13	12,645.22	13,749.37	14,098.00	13,675.06	13,796.94	13,944.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	2.41%	8.73%	2.54%	-3.00%	0.89%	1.07%
销售数量 (千吨)	47.00	50.20	52.50	55.20	75.50	98.00	128.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.81%	4.58%	5.14%	36.78%	29.80%	30.61%
销售收入 (百万元)	580.32	634.79	721.84	778.21	1,032.47	1,352.10	1,784.93
增长率 (YOY)	#DIV/0!	9.39%	13.71%	7.81%	32.67%	30.96%	32.01%
毛利率	28.64%	39.17%	37.47%	32.04%	37.69%	37.34%	36.60%
销售成本 (百万元)	414.10	386.12	451.34	528.87	643.31	847.21	1,131.71
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.76%	16.89%	17.18%	21.64%	31.69%	33.58%
毛利 (百万元)	166.21	248.67	270.50	249.34	389.15	504.89	653.23
增长率 (YOY)	#DIV/0!	49.61%	8.78%	-7.82%	56.07%	29.74%	29.38%
占总销售额比重	40.37%	39.27%	41.37%	42.30%	43.05%	42.97%	43.15%
占主营业务利润比重	48.02%	43.80%	50.55%	52.03%	51.43%	51.50%	51.65%
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1839.93	2398.51	3146.60	4136.93
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1360.73	1641.89	2166.17	2872.19
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	479.20	756.62	980.43	1264.75
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	26.04%	31.55%	31.16%	30.57%

来源: 公司财报、国金证券研究所

图表12: 公司三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,619	1,779	1,856	2,415	3,163	4,153
增长率		9.9%	4.4%	30.1%	31.0%	31.3%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,658	-2,182	-2,888
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	68.7%	69.0%	69.5%
毛利	567	535	479	757	980	1,265
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	31.3%	31.0%	30.5%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-12	-16	-21
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-295	-261	-272	-386	-490	-623
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	16.0%	15.5%	15.0%
管理费用	-82	-89	-103	-135	-177	-233
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	223	297	388
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	9.2%	9.4%	9.4%
财务费用	-32	-30	-5	-13	-9	2
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.5%	0.3%	-0.1%
资产减值损失	-1	-7	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	149	141	98	210	289	391
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.7%	9.1%	9.4%
营业外收支	5	3	13	18	22	28
税前利润	154	144	111	228	311	419
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	9.4%	9.8%	10.1%
所得税	-26	-24	-30	-62	-81	-105
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	167	230	314
少数股东损益	18	11	0	12	17	25
归属于母公司的净利润	110	109	81	155	213	289
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.4%	6.7%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	167	230	314
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	52	90	119	127
非经营收益	35	27	22	36	-3	-22
营运资金变动	10	-117	-192	15	-167	-223
经营活动现金净流	220	87	-37	307	179	196
资本开支	-85	-187	-306	-694	23	-172
投资	-1	-100	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-84	-286	-306	-695	23	-172
股权募资	0	1,467	0	0	0	0
债权募资	1	247	-394	63	-383	-18
其他	-30	-207	-64	-29	-19	-6
筹资活动现金净流	-29	1,507	-458	34	-402	-24
现金净流量	107	1,308	-801	-353	-200	0

来源: 公司财报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	248	1,715	953	600	400	400
应收款项	230	255	260	359	471	618
存货	267	412	509	545	718	950
其他流动资产	18	45	105	68	89	118
流动资产	763	2,427	1,827	1,573	1,677	2,085
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	49.7%	53.3%	57.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	632	721	897	1,519	1,401	1,475
%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	48.0%	44.5%	40.6%
无形资产	70	72	72	69	68	67
非流动资产	717	814	994	1,592	1,471	1,545
%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	50.3%	46.7%	42.6%
资产总计	1,479	3,241	2,821	3,164	3,149	3,630
短期借款	499	767	404	481	97	78
应付款项	368	416	344	411	540	712
其他流动负债	26	22	-18	29	38	50
流动负债	892	1,205	730	920	675	841
长期贷款	57	36	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	13	0	0	0
负债	954	1,244	743	920	675	842
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,229	2,442	2,731
少数股东权益	92	3	3	15	32	57
负债股东权益合计	1,479	3,241	2,821	3,164	3,149	3,630

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.743	1.023	1.390
每股净资产	3.608	12.460	12.963	13.929	15.259	17.067
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.920	1.120	1.223
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.51%	5.46%	3.88%	6.93%	8.72%	10.59%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.88%	6.76%	7.97%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.97%	8.56%	10.16%
增长率						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	30.09%	30.98%	31.31%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	134.71%	33.32%	30.67%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	91.85%	37.77%	35.85%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	12.17%	-0.50%	15.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.0	46.9	43.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	94.8	99.6	122.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	56.9	47.5	53.1	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	138.4	144.6	154.8	225.0	158.1	126.9
偿债能力						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-5.32%	-12.23%	-11.50%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	17.3	34.4	-157.5
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	29.09%	21.43%	23.18%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	4
增持	1	2	3	5	17
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.89	1.94	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-12-18	增持	19.72	N/A
2 2011-12-26	增持	17.52	N/A
3 2012-01-09	增持	16.92	N/A
4 2012-02-28	增持	18.38	N/A
5 2012-04-16	增持	17.31	N/A
6 2012-04-18	增持	17.01	N/A
7 2012-05-27	增持	15.99	N/A
8 2012-08-01	买入	16.10	N/A

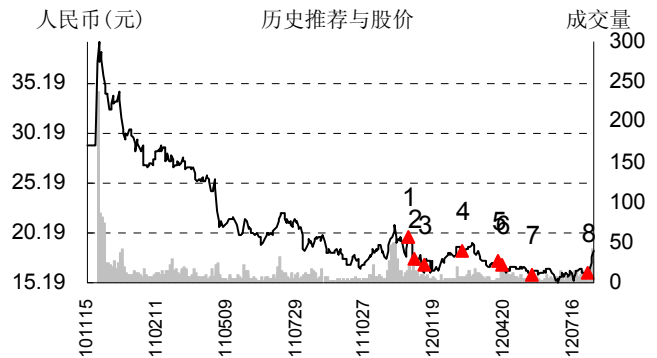
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B