

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

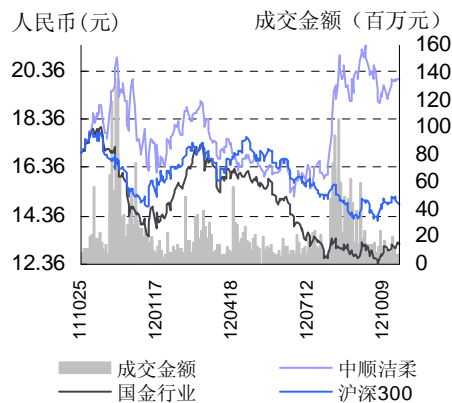
市价(人民币): 20.04元

## 双轮驱动, 高增长将延续

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)	41.68
年内股价最高最低(元)	21.42/15.19
沪深300指数	2291.24
中小板指数	4866.85



## 相关报告

1. 《改变之年》, 2012.10.15
2. 《中顺洁柔经营情况电话会议纪要》, 2012.9.6
3. 《修正市场预期增长》, 2012.8.9

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	0.753	1.047	1.562
每股净资产(元)	12.46	12.96	10.72	11.77	13.33
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	1.43	0.84	1.32
市盈率(倍)	58.93	46.88	25.55	18.36	12.31
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%	94.39%	39.16%	49.16%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	7.02%	8.90%	11.72%
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

- 中顺洁柔前三季度营业收入 16.77 亿元, 同比增长 28.5%, 归属上市公司股东净利润 1.07 亿元, 增长 68.4%, EPS 0.51 元。其中三季度营业收入 5.88 亿元, 增长 23.2%; 归属上市公司股东净利润 4131 万元, 增长 160%, EPS 0.2 元。公司预计 2012 全年归属上市股东净利润增长 60%-90%。

## 经营分析

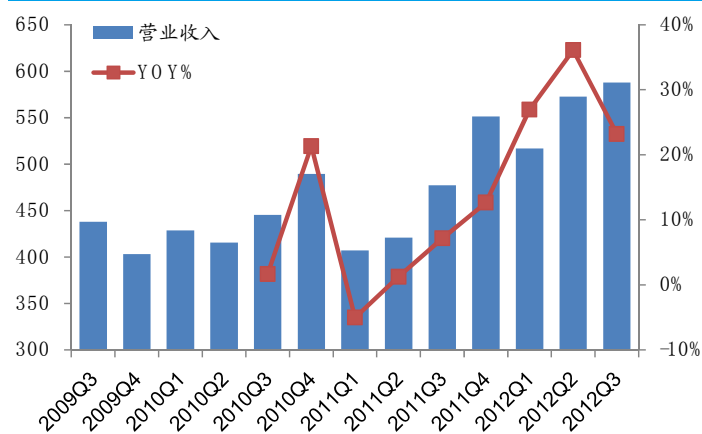
- 产销两旺仍在延续: 生活用纸是典型的弱周期行业, 消费具有一定刚性, 受经济波动影响较小, 具有较强的抗周期性。今年以来随着产能的释放, 公司重新恢复高增长, 前三季度收入增长近 29%。公司目前产销两旺, 开工基本是满生产, 为了满足市场需求, 公司需委托代工; 而销售方面, 基本无压力, 供应的瓶颈也导致公司三季度收入增速较二季度有所下滑。我们预计随着募投的 12 万吨项目逐步投产, 公司高增长的趋势仍将延续(唐山基地 10 月投产、成都基地 11 月投产、江门基地预计 11-12 月份投产)。据了解唐山项目投产后, 销售情况良好, 因开工仍未能达产, 目前仍不能完全满足经销商的需求。而公司以前经营相对较差的华东、华中等市场今年也有所改善, 增速显著高于公司均速。
- 木浆价格反弹, 毛利率微幅下行: 三季度公司毛利率 30.6%, 较二季度微幅下滑 0.4 个百分点。今年 1-5 月份木浆价格开始反弹, 其中针叶、阔叶浆反弹幅度分别 70、120 美元/吨, 而公司去年底采购的低价浆主要在二季度显现, 浆价的反弹致使公司三季度毛利率有所回落。但由于 5-9 月份浆价的回落, 我们预计全年毛利率基本平稳。今年 5-9 月份由于中国市场木浆消费的疲软, 海外供应商对中国市场针叶、阔叶浆报价分别下滑 90、60 美元/吨。我们预计由于南美/俄罗斯新产能的释放, 后市浆价总体将相对平稳, 大幅上行的可能性不大。
- 现金流改善明显, 费用率延续下行趋势: 三季度公司期间费用率延续二季度以来的下滑趋势, 环比下滑近 1 个百分点, 其中销售、管理费用率环比下滑近 0.3 个百分点。前三季度销售、管理费用率同比分别下滑 0.19、0.42 个百分点。费用率的改善主要是由于公司新的管理团队采取了一系列管理改善的措施, 减员增效。此外, 公司前三季度经营活动现金流量净额 2.54 亿元, 同比增长 5.5 倍, 改善明显。

- **双轮驱动，公司将持续高增长：**成本下行是我们今年推荐中顺洁柔的主要逻辑，预计未来两年浆价总体将相对平稳，贡献有限。公司后市的成长将主要来自：一、管理改善所带来的盈利能力上升。参考维达的改变历程及盈利水平，我们预计洁柔的净利率提升空间可达到 2-3 个百分点，但这将是逐步提高的过程，完全达成这一目标可能需要 3 年左右时间；二、量的增长；目前我国全木浆生活用纸正处于快速发展期，行业年增速 20% 左右，我们认为在消费升级及消费替代的驱动下，未来三年国内全木浆生活用纸年销售额增速仍可保持 15%-20%。洁柔 2013-2015 年产能增速达 30%-50%，公司作为已具备一定品牌影响力及渠道优势的龙头公司，我们预计公司未来两年收入增长有望保持 30%-40%。具体请看我们的报告《改变之年》。

## 盈利预测及投资建议

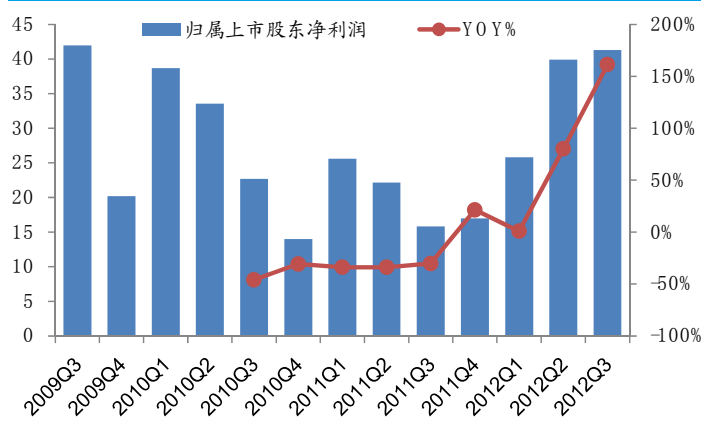
- 我们维持公司盈利预测，预计 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、32.11 亿元、42.51 亿元，归属母公司股东净利润 1.57 亿元、2.13 亿元、3.27 亿元，对应 EPS 为 0.75 元、1.05 元、1.57 元。
- 我们认为 2012 年将是公司成长及改善的起点，成本逻辑将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看，管理改善所带来的盈利力的上升也是公司重要看点，我们建议长线投资者积极买入。

图表1：公司营业收入(百万元)

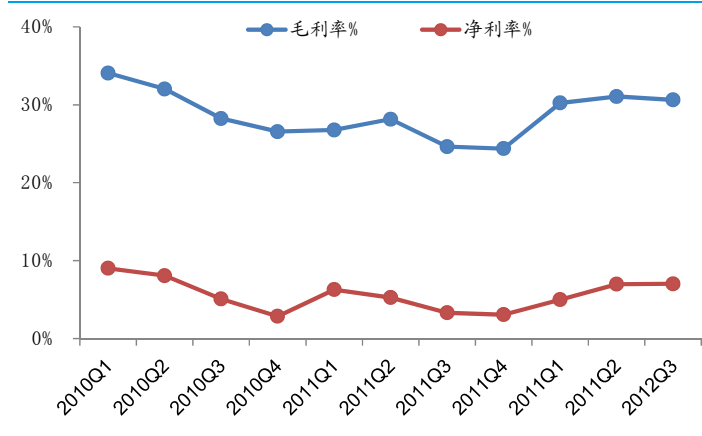


来源：公司财报、国金证券研究所

图表2：公司净利润(百万元)

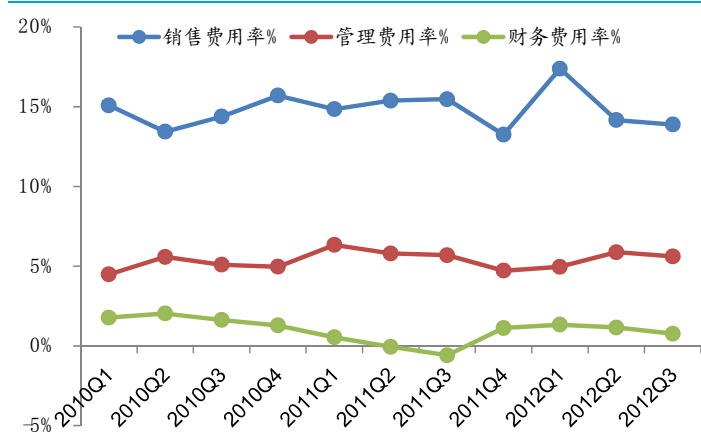


图表3：公司盈利能力

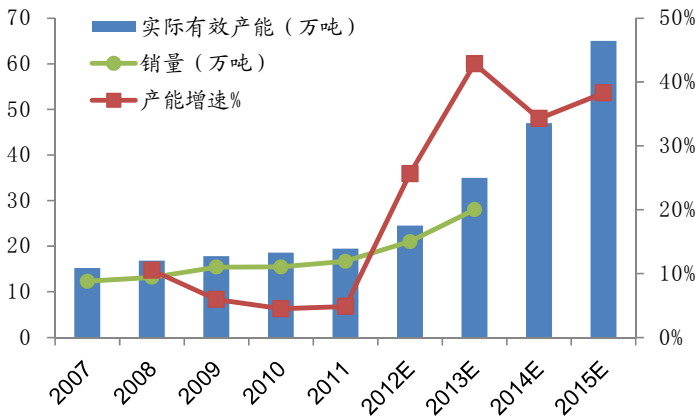


来源：公司财报、国金证券研究所

图表4：公司期间费用率

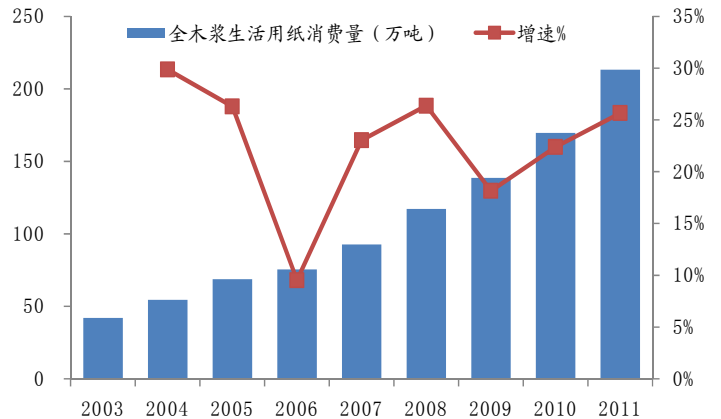


图表5: 公司产能进入释放期

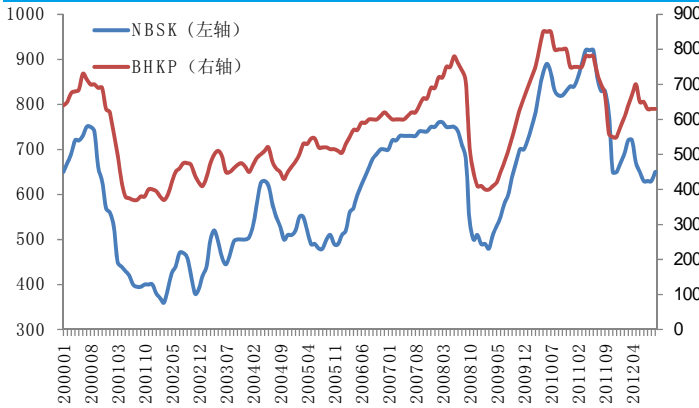


来源: 公司公告、生活用纸协会、国金证券研究所

图表6: 全木浆生活用纸仍处于高速增长期

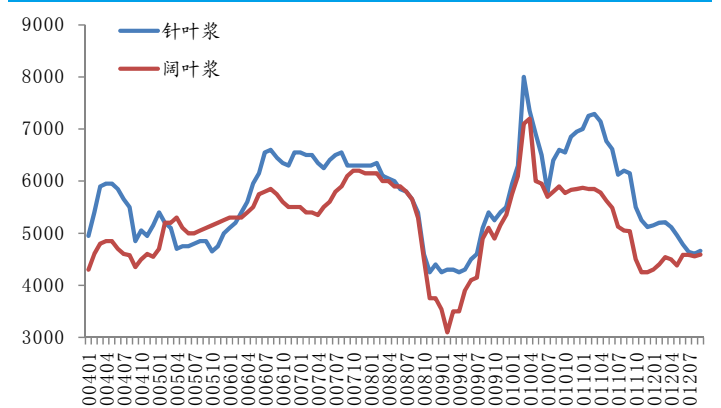


图表7: 海外供应商对中国市场木浆报价 (美元/吨)



来源: RISI、国金证券研究所

图表8: 中国国内市场木浆价格 (元/吨)



图表9: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,619</b>	<b>1,779</b>	<b>1,856</b>	<b>2,415</b>	<b>3,211</b>	<b>4,251</b>
增长率		9.9%	4.4%	30.1%	33.0%	32.4%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,685	-2,252	-2,970
<b>%销售收入</b>	<b>64.9%</b>	<b>69.9%</b>	<b>74.2%</b>	<b>69.8%</b>	<b>70.1%</b>	<b>69.9%</b>
毛利	567	535	479	730	960	1,282
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	30.2%	29.9%	30.1%
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	-374	-482	-595
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.5%	15.0%	14.0%
管理费用	-82	-89	-103	-131	-164	-213
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.4%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	212	298	453
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	8.8%	9.3%	10.6%
财务费用	-32	-30	-5	-15	-27	-49
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%
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
<b>%税前利润</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
营业利润	149	141	98	196	271	403
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.1%	8.5%	9.5%
营业外收支	5	3	13	18	23	30
税前利润	154	144	111	214	294	433
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	8.9%	9.2%	10.2%
所得税	-26	-24	-30	-58	-77	-108
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	157	218	325
少数股东损益	18	11	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>110</b>	<b>109</b>	<b>81</b>	<b>157</b>	<b>218</b>	<b>325</b>
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.5%	6.8%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	157	218	325
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	52	92	121	153
非经营收益	35	27	22	39	16	28
营运资金变动	10	-117	-192	11	-180	-233
<b>经营活动现金净流</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-37</b>	<b>298</b>	<b>175</b>	<b>274</b>
资本开支	-85	-187	-306	-694	-376	-870
投资	-1	-100	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-306</b>	<b>-695</b>	<b>-376</b>	<b>-870</b>
股权募资	0	1,467	0	0	0	0
债权募资	1	247	-394	183	0	588
其他	-30	-207	-64	-33	-39	-58
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-458</b>	<b>150</b>	<b>-39</b>	<b>530</b>
<b>现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-801</b>	<b>-246</b>	<b>-240</b>	<b>-67</b>

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	707	467	400
应收款项	230	255	260	359	478	632
存货	267	412	509	554	740	976
其他流动资产	18	45	105	69	92	121
流动资产	763	2,427	1,827	1,690	1,777	2,130
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	51.5%	48.8%	44.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	632	721	897	1,517	1,797	2,545
%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	46.3%	49.3%	53.7%
无形资产	70	72	72	69	68	67
非流动资产	717	814	994	1,589	1,867	2,614
%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	48.5%	51.2%	55.1%
<b>资产总计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,279</b>	<b>3,644</b>	<b>4,744</b>
短期借款	499	767	404	0	0	587
应付款项	368	416	344	416	554	728
其他流动负债	26	22	-18	29	39	51
流动负债	892	1,205	730	445	592	1,366
长期贷款	57	36	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	13	600	600	600
<b>负债</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>743</b>	<b>1,045</b>	<b>1,192</b>	<b>1,967</b>
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,231	2,449	2,774
少数股东权益	92	3	3	3	3	3
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,279</b>	<b>3,644</b>	<b>4,744</b>

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.753	1.047	1.562
每股净资产	3.608	12.460	12.963	10.724	11.772	13.334
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.435	0.841	1.316
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.51%	5.46%	3.88%	7.02%	8.90%	11.72%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.77%	5.98%	6.85%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.46%	7.23%	8.56%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	30.09%	32.99%	32.38%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	123.11%	40.73%	51.75%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	94.39%	39.16%	49.16%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	16.23%	11.15%	30.17%
<b>资产管理能力</b>						
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	224.6	155.3	181.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-4.78%	5.43%	28.37%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	13.7	11.1	9.2
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	31.86%	32.72%	41.46%

来源: 国金证券研究所

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	2	5	5
增持	0	2	2	13	17
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.57	1.68	1.75

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 2012-02-28	增持	18.38	N/A
2 2012-04-16	增持	17.31	N/A
3 2012-04-18	增持	17.01	N/A
4 2012-05-27	增持	15.99	N/A
5 2012-08-01	买入	16.10	N/A
6 2012-08-09	买入	19.50	N/A
7 2012-09-06	买入	20.80	N/A
8 2012-10-15	买入	19.30	27.00 ~ 27.00

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B