

中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

静待公司改变

事件

我们于 11 月 15 日参加了中顺洁柔河北唐山工厂参观及机构交流会，此次调研我们最大的感受及收获是，我们觉得公司对未来的整体发展有了更为清晰的思路及规划，在组织结构、业务布局、产品品类搭建、渠道拓展、竞争应对方式、绩效机制等方面都有了更为清楚的思考及改进，公司正朝着正确的方向迈进，将逐步验证我们所提的管理改善逻辑（具体请看报告《改变之年》）。

评论

募投项目逐步释放，放量仍看明年：公司今年 4 季度将有 4 台设备投产，合计产能约 12 万吨，其中唐山项目已于 9 月底投产；成都项目将于 11 月底正式投产；此外江门 2 台设备也将于 12 月投产，但由于调试等原因，预计今年贡献有限，放量仍待明年。同时公司已公布后期项目投资规划：48 万吨罗定项目+四川成都 6 万吨扩建项目，目前比较确定的是罗定一期 12 万吨和四川成都 6 万吨，预计 2014Q1 投产，罗定项目二、三期具体实行时间仍未确定。公司产能扩张的原则是依据各区域市场拓展及产能消化情况，目前公司华东、华北、华中等区域亦有扩建计划，但核心是这些区域市场销售能够有比较大的进展，因此不用太担心公司某个区域市场占比过大问题，核心问题是公司能够解决异地扩张。

理顺绩效、拓展区域&渠道，产能消化风险不大：公司今年销量预计 21-22 万吨，随着募投项目的投产，公司明年总产能 35 万吨，产量预计将达到 30 万吨，加上委外的 1-2 万吨，合计约 31-32 万吨，增长近 50%。对于公司明年产能的消化，我们认为风险不大。首先、新增产能大部分集中于公司相对强势的华南、西南市场，公司品牌具有较高的市场知名度，今年以来公司在这两大区域市场销售非常好，供应一直偏紧。其次、公司全国范围内空白点很多，如河南、河北、安徽、江西、山东、山西、内蒙、浙江/江苏部分区域销售量很小或基本没有，即便是公司相对强势的华南、西南市场同样存在较大的提升空间，一方面可深耕三四城市，加大渠道下沉力度；另一方面可拓展区域覆盖，以华南市场为例，公司华南销售主要集中于广东省内，包括广西、福建、贵州以及海南等省销售量很小。而从渠道终端看，目前全国重点商超 2000 家左右，公司大概进了四分之三，因此从终端渠道看，公司仍有提升空间。第三、公司逐步理顺了人员绩效考核，激励机制到位，因此销售人员的积极性及动力很足。

渠道多样化、终端控制稳步推进：生活用纸行业的核心渠道是商超，公司主要通过与经销商合作拓展终端卖场，经销商渠道占公司收入比重达 8 成

渠道的发展及维护；其次提高商销及网店销售的比重，同样将由一位销售副总专门负责。目前公司已通过经销商在天猫、淘宝、1 号店等网络商城设有店面，正在建设旗舰店，提高公司品牌的影响力。此外，公司正在扩充商销队伍，将发力商销市场（主要是企业等大客户业务），商销渠道由于较低的销售费用，因此盈利性普遍较好。而在终端控制方面，较以往也将有明显的改善。以前终端控制一直是洁柔的弱项，但公司已开始改变：一方面公司与经销商客户新的合同中都已把售点管理列入，包括经销商与终端客户的销售合同需要经过公司审核，终端门店及销售数据都必须提供给公司。整个模式仿照宝洁，而在客户选择方面，也有意地选择宝洁的客户；另一方面每个区域市场或重点城市都有销售人员跟踪服务。销售人员有严格路线拜访要求，及时上传终端市场公司产品陈列、价格、竞争对手活动。此外公司目前正在建设的 ERP 管理系统将延伸至客户终端，能够及时获得终端市场信息及数据，以供公司分析与研究。

品类建设思路清晰，将打造自己的“蓝色经典”：维达的“蓝色经典”、清风的原木系列，核心产品成就了这些企业的快速发展。但近几年公司一直缺乏类似的拳头产品，而 FACE 系列的出现有望打破这一局面。目前公司 FACE 系列销售额已达 5 亿（包括卷纸、软抽、面巾纸、手帕纸），今年以来增速 100% 左右，整体毛利率 40% 左右。FACE 无论是从产品力、还是从市场美誉度来说具备成为公司“蓝色经典”的潜力，后市公司将继续加大 FACE 系列的推广力度，高速增长仍值得期待。对于未来公司品类发展，公司也有清晰的规划，核心理念是用一流原材料、做质量最好的产品。从品类层次看，高档以洁柔 FACE 系列+lotion 为主，通过高品质吸引消费能力较高的消费者，今后将继续丰富产品线，重点推广；中档以洁柔 C&S 系列为主，目前占收入比重 20%（包括香港+内地），通过高性价比吸引顾客，外包装以橙色为主；低档以太阳系列，目前占收入比重 20%，公司将对其重新包装，通过与疯狂的小鸟合作（每年 300-500 万元），借助疯狂小鸟的知名度提高产品市场影响力，太阳系列将以低价吸引价格敏感性消费者，将作为冲量产品，同时将作为价格战品种。因此，公司将从目前繁多的子品牌逐步过渡至三大类，即洁柔 FACE 黑白系列、洁柔 C&S 橙色系列、太阳—疯狂的小鸟红色系列，通过精简子品牌，提高产品线及价格区隔，增强产品保护力。

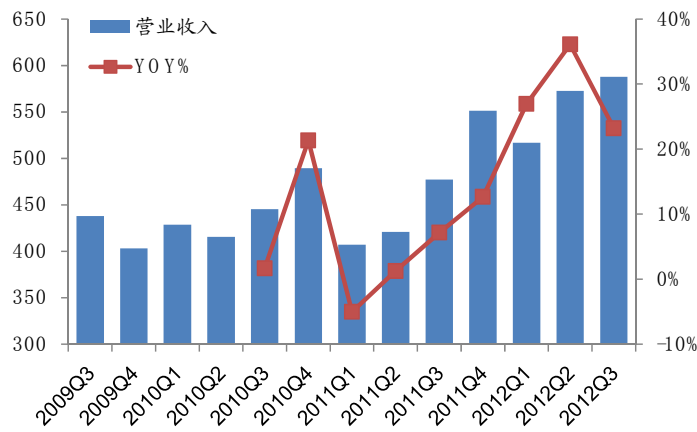
毛利率将平稳，费用率将呈下降趋势：我们预计公司 2013 年毛利率将保持平稳，与 2012 年差别不大。首先由于新产能的释放，同时需求恢复力度较弱，我们预计浆价反弹空间有限，总体仍将平稳（关于浆价观点，请看报告《改变之年》及以前的系列报告）。同时近期人民币大幅升值也利好公司，完全能够覆盖近期浆价的反弹。而从公司角度看，由于近几年浆价波动幅度较大且频繁，公司应对浆价波动的能力也在增强，将根据浆价的波动合理进行促销。其次产品结构变化将提高公司的毛利率水平：一方面是公司高毛利产品如 FACE 系列销售比重快速提升；另一方面高毛利的非卷纸比重的提升，9 月份公司首次实现卷纸、非卷纸倒挂、比例分为 49%、51%。此外，由于新产能的释放，为了消化产能，公司可能会提高太阳系列产品的销量，但借助疯狂小鸟的品牌效应，低档类产品的推广费用较少、同时通过调整原料配比，成本也会降低，因此太阳系列并不会降低公司的毛利率及净利率水平。而从销售费用率来看，我们预计将呈下降趋势。首先、公司一系列制度化建设、逐步理顺了采购、生产、销售问题，管理改善及效率的提升将逐步体现；其次、规模化优势，公司新增产能主要集中于公司强势的华南、西南市场，通过现有渠道销售所体现的规模优势将降低公司销售费用率。第三、公司加强了费用控制：一方面费用支出管理更加严格，会严格根据收入情况进行费用支持，而且费用控制也将与销售人员的绩效考核挂钩；另一方面费用的财务处理也将更为成熟，今后费用会采取季度分摊方式，费用波动将比较平稳。因此综合以上几个方面，我们预计公司费用率总体将呈下降趋势，而且波动也不会今年这么大，不过由于公司要拓展新区域市场及要进入新的商超渠道，短期内不会下降还不会很明显。

价格战风险，不悲观、不乐观：因今明两年新增产能较多，且主要集中于前四大企业及实力较强的新进入者，市场对产能过剩进而导致价格战风险一直比较担心，对此我们在报告《改变之年》也进行了分析，我们的观点是不悲观、不乐观。生活用纸仍属于毛利相对较低的行业、而且商超渠道品牌主要是前四家，从企业对市场控制角度看，不会出现恶性的价格战。我们认为市场竞争将更多地出现于前四家企业与非木浆及其他中小型全木浆企业之间，前四家之间的贴身肉搏战，还未到时候。但从时间风险点，我们认为明年 6-8 月份将是比较危险期。不过总的来说，相对于行业的过剩风险，我们认为关注的焦点仍应侧重于企业的经营。

盈利预测及投资建议

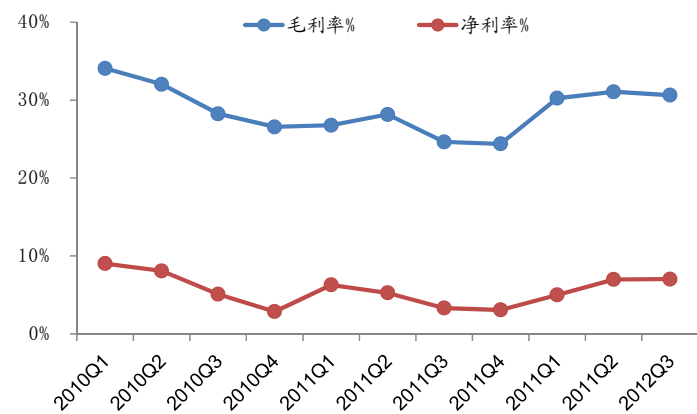
- 我们调整了公司盈利预测，预计 2012-2014 年营业收入 23.13 亿元、32.11 亿元、42.51 亿元，归属母公司股东净利润 1.5 亿元、2.11 亿元、3.02 亿元，对应 EPS 为 0.72 元、1.01 元、1.45 元。
- 我们认为 2012 年将是公司成长及改善的起点，成本逻辑将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看，管理改善所带来的盈利力的上升也是公司重要看点，我们建议买入。

图表1: 公司营业收入(百万元)



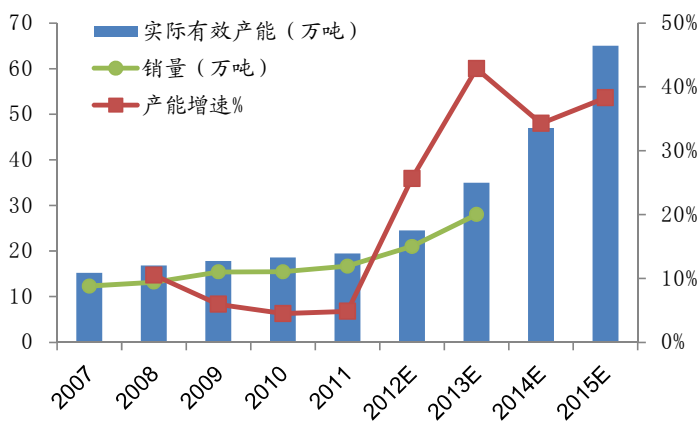
来源: 公司财报、国金证券研究所

图表3: 公司盈利能力



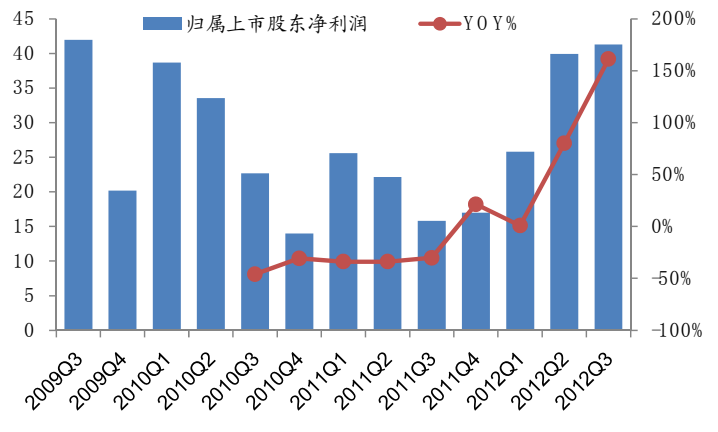
来源: 公司财报、国金证券研究所

图表5: 公司产能进入释放期

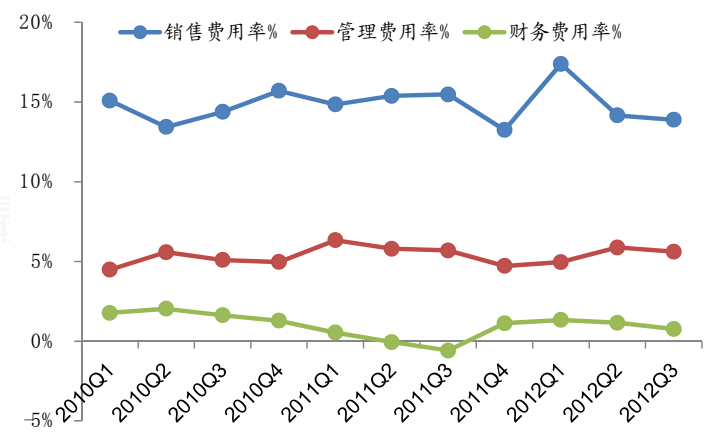


来源: 公司公告、生活用纸协会、国金证券研究所

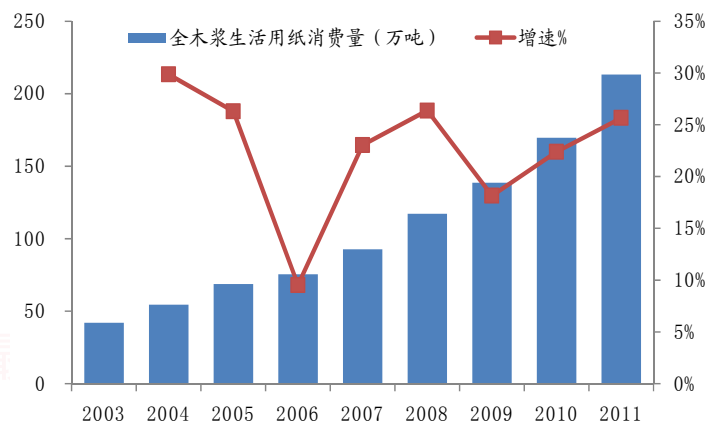
图表2: 公司净利润(百万元)



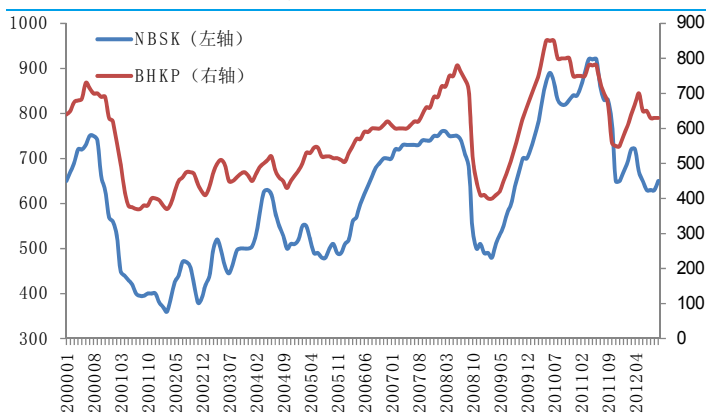
图表4: 公司期间费用率



图表6: 全木浆生活用纸仍处于高速增长期

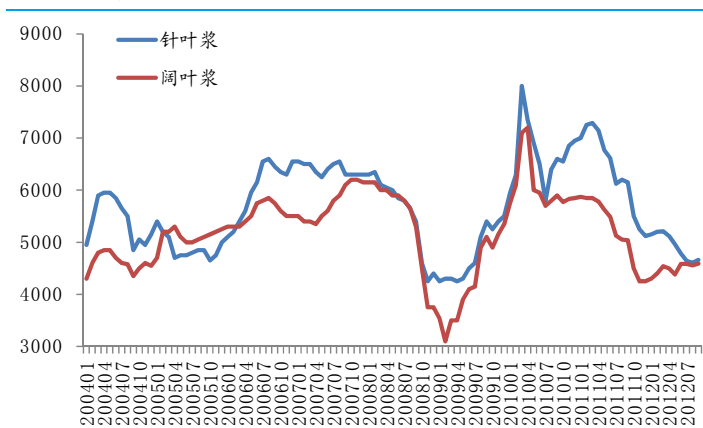


图表7: 海外供应商对中国市场木浆报价 (美元/吨)



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)



www.jztzw.net
 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表9: 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	2,313	3,211	4,251
增长率		9.9%	4.4%	24.6%	38.8%	32.4%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,613	-2,248	-2,970
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	69.7%	70.0%	69.9%
毛利	567	535	479	700	963	1,282
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	30.3%	30.0%	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	-352	-475	-595
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.2%	14.8%	14.0%
管理费用	-82	-89	-103	-126	-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	211	308	453
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	9.1%	9.6%	10.6%
财务费用	-32	-30	-5	-13	-23	-50
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.6%	0.7%	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
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	149	141	98	198	285	403
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.6%	8.9%	9.5%
营业外收支	5	3	13	8	0	0
税前利润	154	144	111	206	285	403
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	8.9%	8.9%	9.5%
所得税	-26	-24	-30	-56	-74	-101
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	150	211	302
少数股东损益	18	11	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	110	109	81	150	211	302
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.5%	6.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	150	211	302
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	45	34	58
营运资金变动	10	-117	-192	33	-202	-233
经营活动现金净流	220	87	-37	321	163	280
资本开支	-85	-187	-306	-704	-399	-900
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	-705	-399	-900
股权募资	0	1,467	0	0	0	0
债权募资	1	247	-394	60	69	678
其他	-30	-207	-64	-29	-34	-58
筹资活动现金净流	-29	1,507	-458	31	36	620
现金净流量	107	1,308	-801	-353	-200	0

来源: 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	344	478	632
存货	267	412	509	530	739	976
其他流动资产	18	45	105	67	92	121
流动资产	763	2,427	1,827	1,541	1,709	2,130
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	49.2%	47.8%	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%	48.5%	50.3%	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%	50.8%	52.2%	55.1%
资产总计	1,479	3,241	2,821	3,130	3,576	4,744
短期借款	499	767	404	477	546	1,223
应付款项	368	416	344	398	553	728
其他流动负债	26	22	-18	28	39	51
流动负债	892	1,205	730	902	1,138	2,002
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	902	1,138	2,003
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,225	2,435	2,737
少数股东权益	92	3	3	3	3	3
负债股东权益合计	1,479	3,241	2,821	3,130	3,576	4,744

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.723	1.013	1.452
每股净资产	3.608	12.460	12.963	10.695	11.708	13.160
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.542	0.784	1.348
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%	6.76%	8.65%	11.04%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.81%	5.89%	6.37%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.69%	7.63%	8.56%
增长率						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	24.62%	38.82%	32.38%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	121.93%	46.03%	47.01%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	86.79%	40.01%	43.42%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	10.97%	14.24%	32.65%
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	234.5	155.3	181.5
偿债能力						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-5.52%	6.01%	30.07%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	16.5	13.2	9.1
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	28.83%	31.81%	42.23%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-04-16	增持	17.31	N/A
2	2012-04-18	增持	17.01	N/A
3	2012-05-27	增持	15.99	N/A
4	2012-08-01	买入	16.10	N/A
5	2012-08-09	买入	19.50	N/A
6	2012-09-06	买入	20.80	N/A
7	2012-10-15	买入	19.30	27.00 ~ 27.00
8	2012-10-26	买入	19.52	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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作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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net