

产能有序释放, 分享消费升级

——中顺洁柔(002511)公司投资价值分析

核心观点

中国生活用纸市场量价齐升, 成为全球重要消费增长极 近五年国内生活用纸市场保持快速增长, 年均增速 18%, 销售额增速高于销量增速, 呈现量价齐升态势。中国在全球份额中占比攀升至 15.4%, 仅次于北美和西欧。生活用纸产品带来健康、便利的体验感觉, 作为快速消费品远低于啤酒、方便面等高达 60% 的渗透率, 我们认为富裕程度提高和生活习惯的变迁, 生活用纸的渗透率提高将是大概率事件。中国人均消费不及全球平均水平, 需求一旦打开, 庞大人口基数将推动消费稳定增长。

公司处于第一梯队, 成本转嫁能力强 作为资本密集型企业, 登陆资本市场平台意味着扩张瓶颈迎刃而解, 无论从产能规模、技术水平还是品牌塑造等方面均有望得到快速加强, 我们认为第一梯队厂商增速将领先行业, 优势的巩固和强化将带来集中度提高。公司具有较强的成本转嫁能力和成熟的采购策略, 提价节奏和对手保持一致, 价格中枢不断提高。

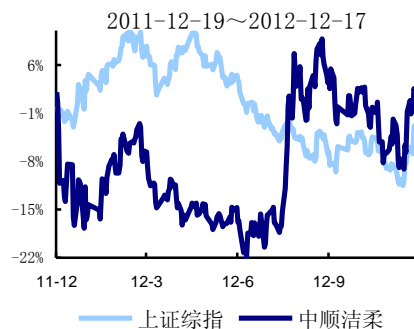
区域优势明显, 长期着眼全国布局 销售半径因素使得生活用纸区域竞争特征显著, 局部市场均有领导品牌, 但差距并没有完全拉开。中顺洁柔在华中/华南、西南、西北地区的份额紧跟第一梯队, 产能问题解决后, 华北、东北等地区将成为今后重点开拓方向, 市场布局将日趋合理。

先行者足迹可循 行业成功经验表明, 快消品更需着力建设销售渠道和品牌核心价值。公司启动明星代言策略, 并为子品牌“太阳”引入时尚卡通形象, 我们认同通过丰富手段将洁柔品牌和品质传递给消费者, 以渠道推动、品牌拉升的合力来带动销售增长, 从而获得可持续发展动力。

投资建议: 看好生活用纸行业中长期投资机会, 生活用纸和其他快消品相比, 渗透率还有很大提升余地, 金融危机影响尚未消退, 纸浆价格大幅上涨的可能性不大, 造纸行业环保门槛提高, 落后产能淘汰将逐渐加快, 中小企业退出将给优势企业腾出市场空间。今年开始公司募投项目产能将陆续释放, 有效缓解在华南、华西产能不足的压力, 持续扩张是必然选择, 提升品牌价值和产品创新能力方能走出差异化道路。短期估值水平虽高于可比公司, 但我们认为公司处于成长阶段, 在产能扩张、品牌升级、市场营销等方面打开空间后估值水平上移是大概率事件, 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.71、0.95 和 1.28 元, PE 分别为 27、21 和 15 倍, 给予“推荐_A”的投资评级, 12 个月目标价 24 元。

风险提示: 原料价格大幅波动、产能消化不及预期

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	20800.00
流通A股(万股)	9453.56
52周内股价区间(元)	15.18-26.45
总市值(亿元)	41.06
总资产(亿元)	28.21
每股净资产(元)	12.96
目标价	6个月
	12个月
	24

相关报告

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1856.26	2424.83	3341.38	4503.48
同比增速(%)	4.35%	30.63%	37.80%	34.78%
净利润(百万)	80.54	148.53	198.44	265.68
同比增速(%)	-26.03%	84.42%	33.60%	33.88%
EPS(元)	0.50	0.71	0.95	1.28
P/E	20	27	21	15

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1.生活用纸需求旺盛，增长确定性强	4
1.1 增速稳定，中国已成为全球重要市场	4
1.2 产品渗透率提高余地大，消费潜力看得到	6
1.3“一次使用、终生消费”，人口规模利好长期需求	7
1.4 全纸浆产品替代升级趋势明显	7
2.中顺洁柔处于第一梯队，着眼全国布局	8
2.1 行业集中度趋于提高	8
2.2 洁柔已建立区域品牌优势	9
2.3 进入产能释放期，市占率有望回升	10
2.4 非卷纸业务上升推高毛利率	11
3.比照先行者足迹，公司改善空间大	12
4.渠道模式决定费率水平，浆价稳定是利好	15
4.1 倚重传统渠道是公司现实选择	15
4.2 纸浆价格预计维持稳定	15
5.投资建议和盈利预测	16

图表目录

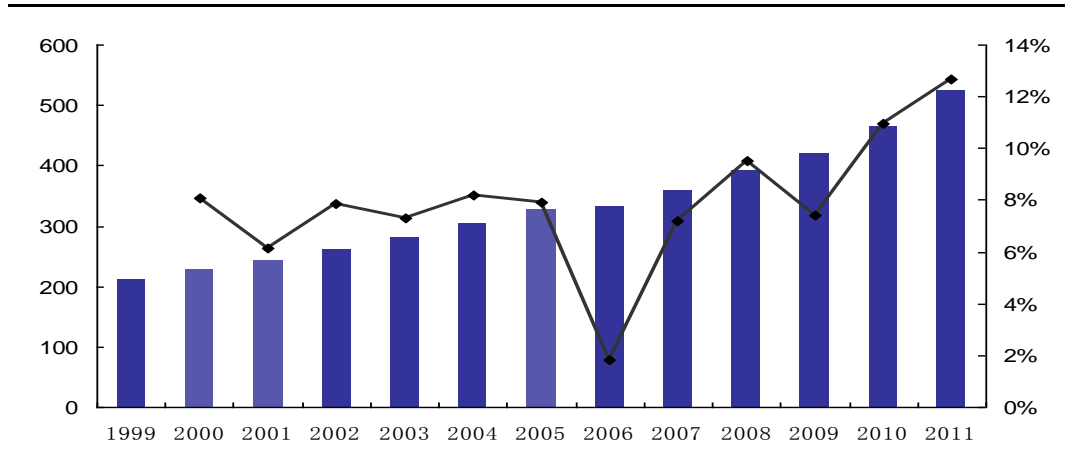
图 1: 1999 - 2011 国内生活用纸消费量 (万吨) 及增速 (%)	4
图 2: 全球生活用纸市场占比	4
图 3: 全球生活用纸消费增速	4
图 4: 人均纸制品消费量、人均 GDP 对比	5
图 5: 2011 年各地区人均纸制品消费量 (kg/年)	5
图 6: 2007-2011 市场规模 (亿元) 及增速	5
图 7: 生活用纸对比社会消费品零售增速	5
图 8: 主要快速消费品渗透率	6
图 9: 各区域消费贡献占比 (%)	6
图 10: 中国人口预测 (亿人)	7
图 11: 2012 - 2016 生活用纸预计消费量 (万吨)	7
图 12: 纤维原料结构	7
图 13: 生活用纸产品结构	7
图 14: 行业集中度变化	8
图 15: 中、美、英行业竞争格局对比	8
图 16: 2009/2010 卫生纸的渠道销售占比%	9
图 17: 2009/2010 面巾纸的渠道销售占比%	9
图 18: 各公司市场占有率变化 (%)	10
图 19: 中顺洁柔产品结构占比	11
图 20: 中顺洁柔、维达 (以港币计) ASP 对比 (元/吨)	11
图 21: 维达收入 (百万 HKD)	12
图 22: 维达净利润 (百万 HKD)	12
图 23: 维达各地产能分布 (万吨)	13
图 24: 维达产能扩张 (万吨) 及增速 (%)	13
图 25: 维达产能全国布局规划	13
图 26: 维达功夫熊猫系列	14
图 27: 维达冰河世纪系列	14
图 28: 维达经销商数量	14
图 29: 维达产品结构	14
图 30: 三公司销售模式占比	15
图 31: 三公司费用率对比	15
图 32: 三公司毛利率水平 (%)	16
图 33: 浆价历史走势 (美元/吨)	16
图 34: 2012 国内纸浆价格走势	16
图 35: 恒安国际相对恒指走势 (2003 - 2012)	19
图 36: 维达国际相对恒指走势 (2007 - 2012)	19
图 37: 恒安国际 PE 水平 (1999 - 2012)	19
图 38: 维达国际 PE 水平 (2007 - 2012)	19
表 1: 生活用纸第一梯队 2011 年产能、销售额	8
表 2: 2010 年纸巾类产品各品牌各区域市场份额 (%)	9
表 3: 中顺洁柔预计产能 (万吨)	10
表 4: 中顺洁柔、维达国际 IPO 当年业务数据对比	12
表 5: 中顺洁柔收入预测	17
表 6: 中顺洁柔财务预测	18
表 7: 全球重要日用品/个人护理公司估值/盈利能力对比	19

1.生活用纸需求旺盛，增长确定性强

1.1 增速稳定，中国已成为全球重要市场

经济持续增长推动居民生活水平得以不断提高，健康观念日渐深入人心，纸制品以良好的柔韧性、吸水性、卫生性和便携性成为现代生活的必须消费品。为满足家居、办公、商务等各种场合需求，生活用纸产品也从单一的卫生卷纸产品逐渐扩大至面巾纸、手帕纸、厨房用纸和餐巾纸等诸多品类。1999 - 2011 年中国生活用纸消费量保持年均 8% 的增速，2011 年国内生活用纸消费量达到 525 万吨。

图 1: 1999 - 2011 国内生活用纸消费量 (万吨) 及增速 (%)



资料来源: CNHPA、国都证券研究所

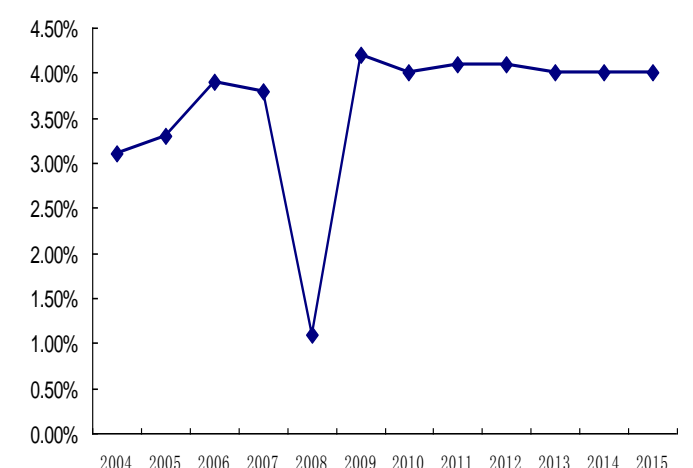
生活用纸行业是造纸行业中少有的保持稳定增长和具备活力的子行业，经济危机冲击之后的反弹也比预期的要快，2010 年即恢复至危机前增长水平。在中国、拉美、东欧、中东等新兴市场的强力拉动下，预计全球生活用纸消费增速将维持在 4% 的水平。中国在全球市场份额中占比则攀至 15.4%，超越日本成为全球第三大生活用纸消费市场，仅次于北美和西欧市场。

图 2: 全球生活用纸市场占比



资料来源: RISI、国都证券研究所

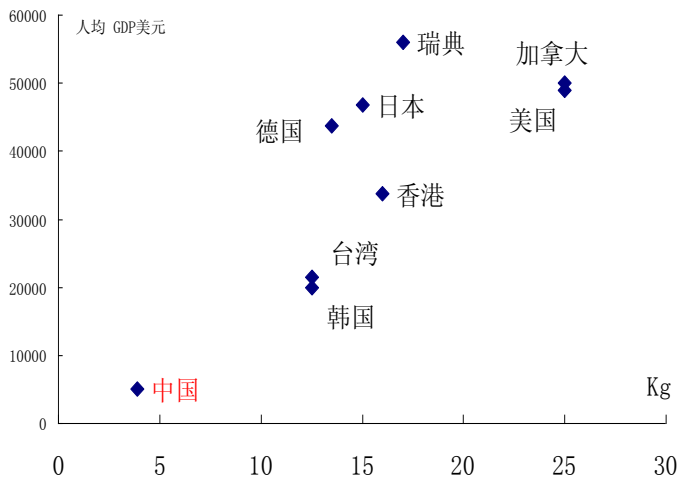
图 3: 全球生活用纸消费增速



资料来源: RISI、国都证券研究所

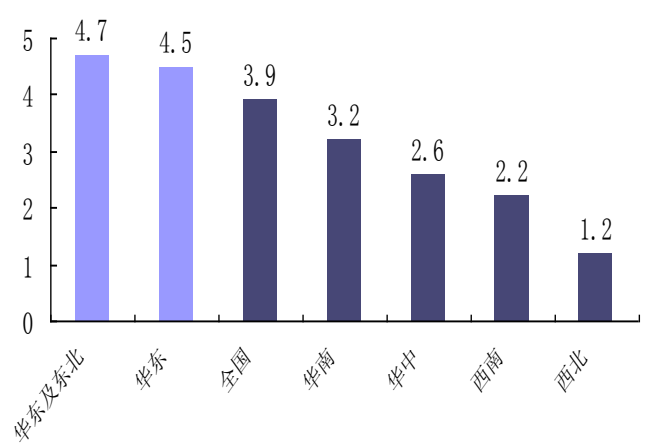
从全球各市场的人均消费量来看，北美、西欧和日本等发达经济体人均年消费在 15-24 公斤之间，亚洲地区的韩国、台湾、香港的人均年消费量在 12-15 公斤之间，中国的人均消费量 2011 年达到 3.9 公斤，已经接近世界平均水平 4.1 公斤。国内各地区人均消费量差异明显，2011 年数据显示经济发达地区的人均消费已经达到或超过世界平均水平，而中西部地区提升余地还很大。

图 4: 人均纸制品消费量、人均 GDP 对比



资料来源: Euromonitor、国都证券研究所

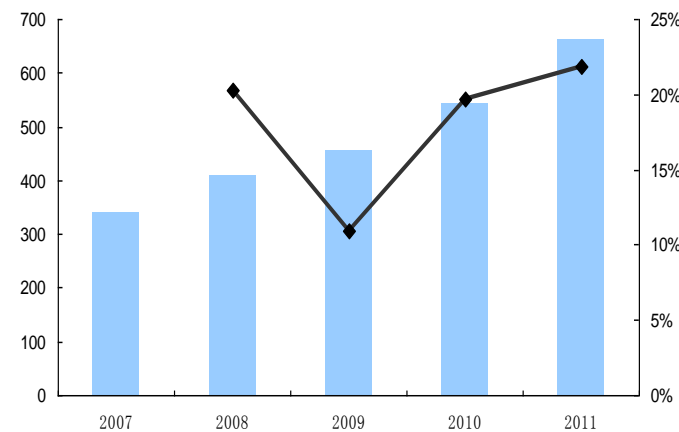
图 5: 2011 年各地区人均纸制品消费量 (kg/年)



资料来源: Euromonitor、国都证券研究所

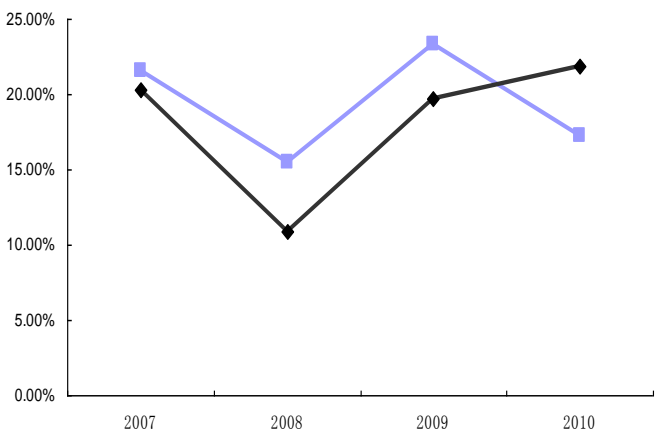
近年生活用纸市场规模呈现健康增长态势，市场规模增速高于销量增速，反映产品价格不断提高以及中高端产品的市场份额扩大。2007-2011 生活用纸市场保持快速增长，年均增速达到 18%，从趋势上看与社会消费品零售增长基本一致。2011 年国内生活用纸市场规模达到 662 亿元，增速达 21.87% 超过社会消费品零售增速。

图 6: 2007-2011 市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: CNHPIA、国都证券研究所

图 7: 生活用纸对比社会消费品零售增速

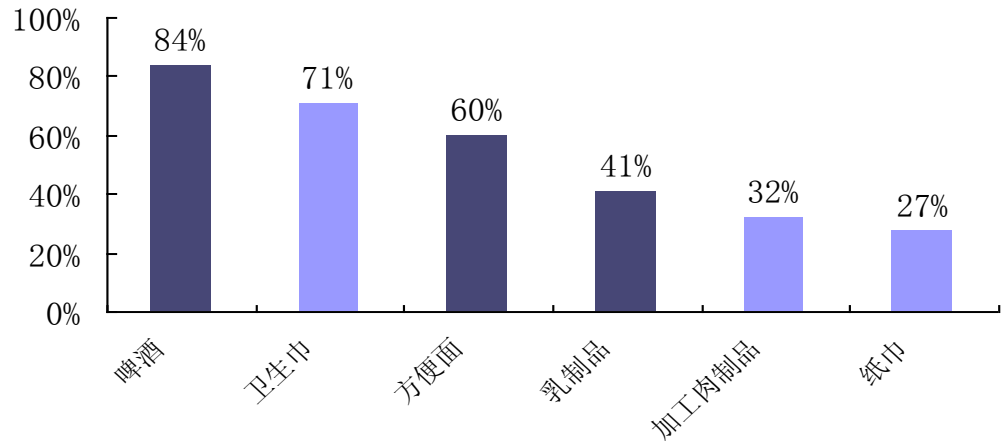


资料来源: 统计局、国都证券研究所

1.2 产品渗透率提高余地大，消费潜力看得到

生活用纸行业经过 20 年增长，已经形成庞大的消费市场和消费人群，但作为快速消费品来说，其渗透率仍然有巨大提升空间。以人均消费量为指标，将港澳台地区的啤酒、方便面、乳制品、加工肉制品和卫生巾等产品作为参照系，我们看到纸巾产品的渗透率仅为 27%，远低于啤酒、方便面等产品高达 60% 的渗透率，我们认为随着富裕程度提高和生活习惯的变迁，生活用纸的渗透率提高将是大概率事件。

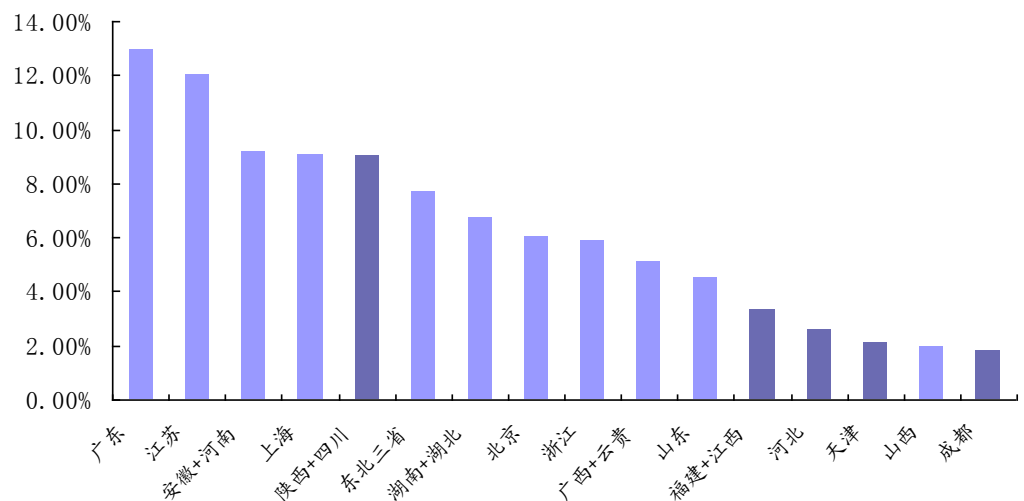
图 8: 主要快速消费品渗透率



资料来源：CNHPA、国都证券研究所

经济发达地区和人口大省是重点消费市场，以广东、江苏、上海、浙江为代表的华南、华东市场份额合计达到 40%，四川、陕西、湖南、湖北、安徽、河南等华中、华西的人口大省的市场份额占比达 27%，华东、东北地区的需求空间还没有打开，对于各厂商来说，在巩固成熟市场的同时，这部分市场值得重点培育和开发。

图 9: 各区域消费贡献占比 (%)

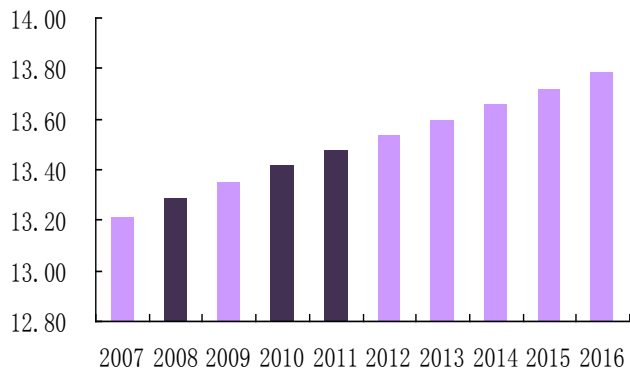


资料来源：CNHPA、国都证券研究所

1.3 “一次使用、终生消费”，人口规模利好长期需求

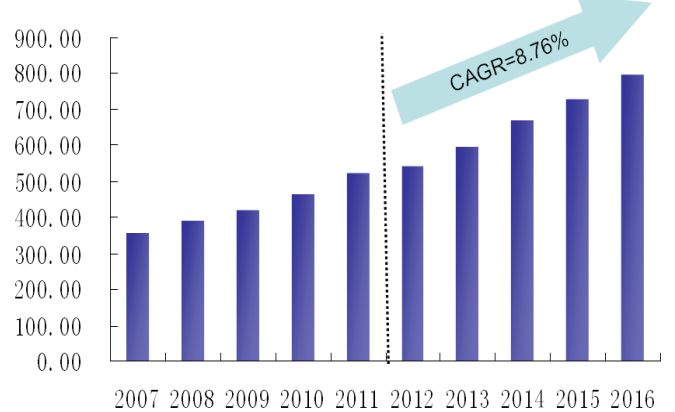
卷纸、面巾纸、手帕纸和厨房用纸等产品具备典型的“一次使用，终生消费”的产品特性，给人们在生活、工作中带来健康、便利的体验感觉。不仅在中国这样的新兴国家生活用纸消费增速迅猛，近五年在北美、西欧等成熟市场的销售额平均增幅也能保持在 3%-4.2%，考虑到发达国家人口低增速，说明一旦需求空间打开，生活用纸消费的稳定增长更显可贵。中国有庞大的人口基数，假设人口维持自然增长率在 4.6%，预计至 2016 年人口达到 13.78 亿，按照人均消费 5.8 公斤计算，则生活用纸的消费量将达到 799 万吨，年复合增速在 8.76%。

图 10: 中国人口预测 (亿人)



资料来源: 国都证券研究所

图 11: 2012-2016 生活用纸预计消费量 (万吨)

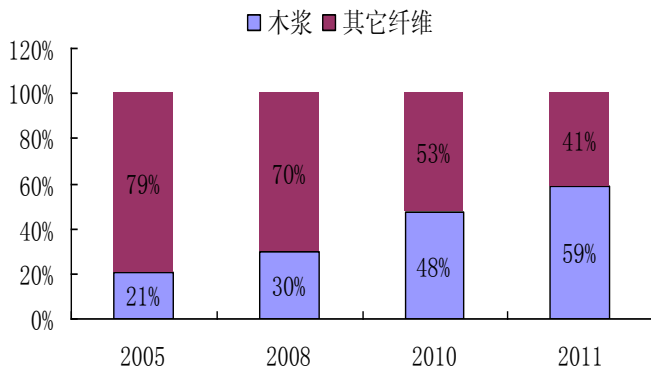


资料来源: 国都证券研究所

1.4 全纸浆产品替代升级趋势明显

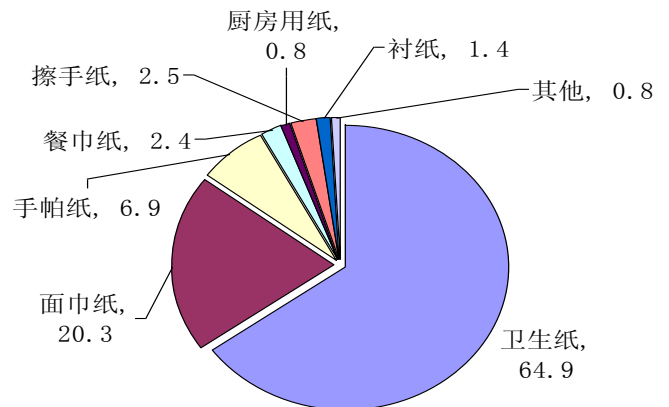
随着消费者需求日益提高，纸浆使用占比已经从 2005 年的 21% 提高至 59%，更多的厂家使用纯纸浆取代草浆、甘蔗浆、竹浆等非纸浆纤维作为原料。未来环保要求日趋严格，非纸浆纤维的替代趋势更为明显，领先厂家的市场份额会相应提高。生活用纸产品中卫生纸约占 64.9%，其他品类依次是面巾纸 (20.3%)、手帕纸 (6.9%)、餐巾纸 (2.4%)、厨房用纸 (0.8%)、擦手纸 (2.5%)、衬纸 (1.4%) 等。在欧美发达国家，卫生纸的占比约在 55%，中国目前数据远高于此，说明其它产品的渗透率还有很大提高空间。

图 12: 纤维原料结构



资料来源: CNHPIA、国都证券研究所

图 13: 生活用纸产品结构



资料来源: 统计局、国都证券研究所

2.中顺洁柔处于第一梯队，着眼全国布局

2.1 行业集中度趋于提高

恒安、金红叶、维达和中顺洁柔是行业第一集团领军企业，在全球分别排在第 11、第 5、第 17 和第 20，在亚洲分别排在第 3、第 1（包括在印尼的产能）第 6 和第 9 位。2011 年这 4 家企业卫生纸原纸的生产能力合计达到约 190.6 万吨，约占行业 27.8%，产量合计约 140.48 万吨，增长 22.1%，约占行业总产量的 24.1%，销售额合计约 174.5 亿元，增长 26.3%，约占行业总销售额的 30%。恒安、维达分别于 1998 和 2007 年在香港联合交易所上市，中顺洁柔于 2010 年登陆 A 股，作为资本密集型企业，资本市场为其高速发展注入了新动力，上市后无论是从产能规模、技术水平还是渠道拓展等方面均获得显著加强，逐步拉开与竞争对手差距。我们认为第一梯队厂商将保持高于行业增长速度，领先优势有不断巩固和强化的趋势。

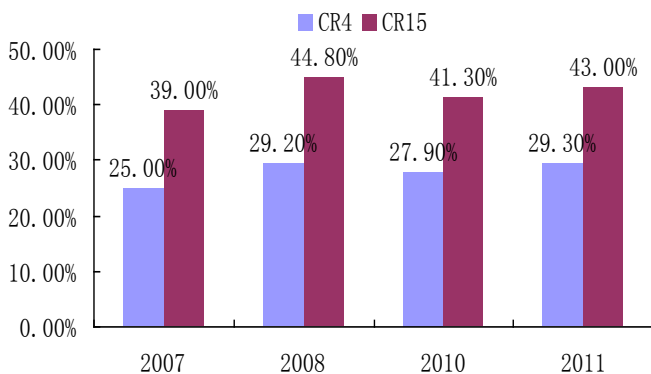
表 1: 生活用纸第一梯队 2011 年产能、销售额

	产能 (万吨)	销售额 (亿元.人民币)
恒安 (纸制品)	60	65.75
金红叶	78	51.10
维达	47	39.07
中顺	21	18.56

资料来源: CNHPIA、国都证券研究所

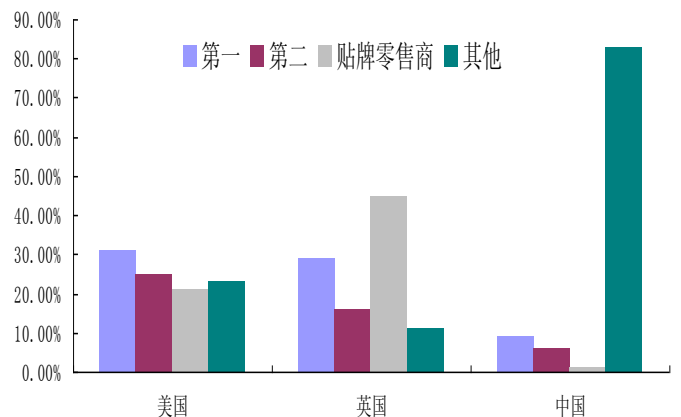
近年来生活用纸行业规模增速较快，较高的盈利水平吸引了越来越多的新进入者，虽然行业参与竞争者日益增多，但市场份额集中度却有明显提高的趋势。2007 年前四厂商市场份额为 25%，到 2011 年提高至 29.3%。我们认为行业集中度提高的原因：一是资本密集型行业的资金门槛较高；二是作为快消品，一般厂商并不具备品牌运作和渠道开拓能力。因此虽不断有竞争者加入，但优势企业凭借良好的品牌价值和丰富的渠道资源，市场地位并没有受到明显影响，随着小企业不断淘汰，优势企业的市场地位将不断巩固和加强，和成熟市场相比中国的行业集中度提高空间还很大。

图 14: 行业集中度变化



资料来源: CNHPIA、国都证券研究所

图 15: 中、美、英行业竞争格局对比

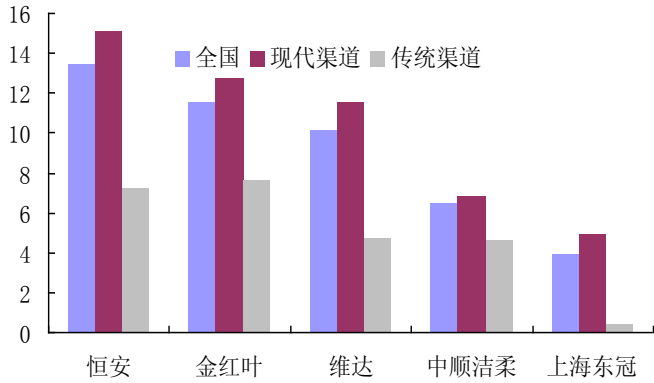


资料来源: Euromonitor、国都证券研究所

2.2 洁柔已建立区域品牌优势

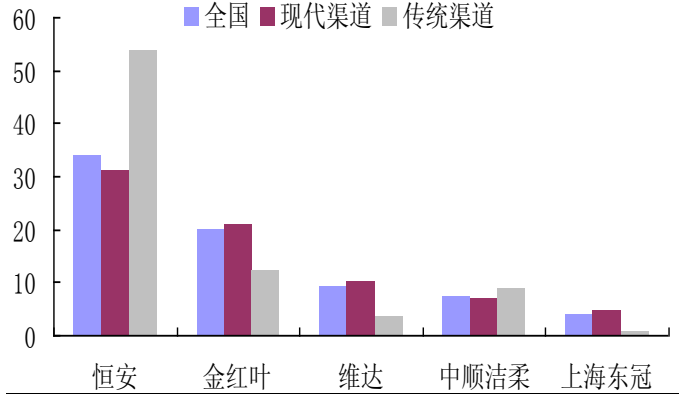
和饮料、糖果、日化用品其他快消品的竞争格局不同，在生活用纸领域，本土公司占据绝对优势，前 15 家公司仅有金红叶、金佰利、永丰余和王子四家是外商投资的企业，国内公司已经牢牢占据了大部分市场份额。前四大公司渠道优势明显，卫生纸和面巾纸两大品类分别占据现代渠道销售的 51%和 74%，充分证明优势企业拥有强大的铺货能力和广阔的渠道资源。

图 16: 2009/2010 卫生纸的渠道销售占比%



资料来源: AC 尼尔森、国都证券研究所

图 17: 2009/2010 面巾纸的渠道销售占比%



资料来源: AC 尼尔森、国都证券研究所

经过多年产能投放和渠道建设，各品牌在全国市场逐渐形成了局部优势，行业龙头企业在局部市场份额领先优势明显，但 3-5 位的差距并没有完全拉开。就纸巾品类来说中顺洁柔全国排名第四，在华中/华南、西南、西北地区的份额紧跟第一梯队，而在华北、华东、东北地区则还无法与第一梯队形成正面竞争，这也是公司今后将重点突破的区域。

表 2: 2010 年纸巾类产品各品牌各区域市场份额 (%)

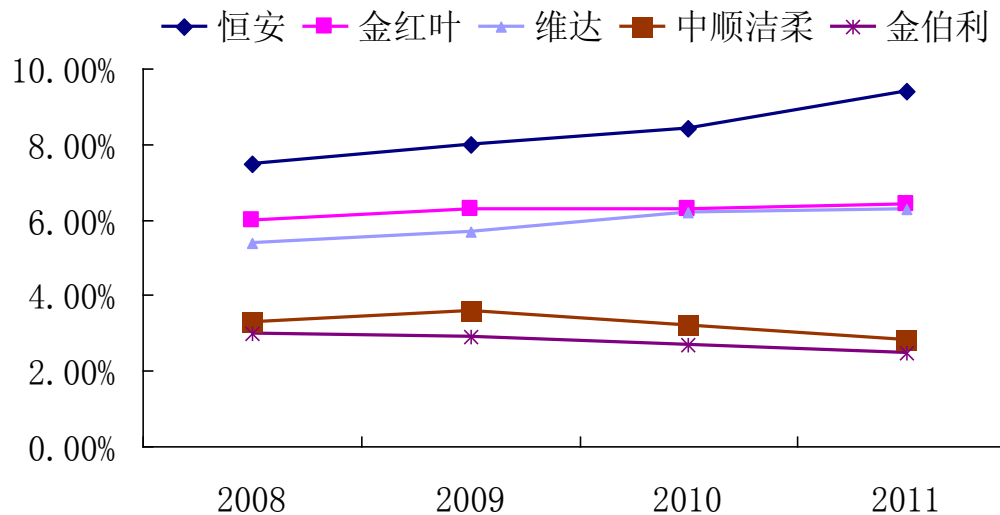
	全国	东北	华东	华中/华南	西南	西北	华北
心相印	33.58	43.45	21.69	27.53	32.73	34.92	48.16
清风	19.11	28.25	18.92	20.19	10.34	21.95	21
维达	9.18	0.61	8.46	17.16	13.26	6.13	1.81
洁柔	7.34	1.28	1.46	19.65	11.13	11.49	1.09
RANK	4	7	9	3	3	3	10

资料来源: CNHPIA、国都证券研究所

2.3 进入产能释放期，市占率有望回升

公司为上市做准备没有进行大规模产能投入，因此 2011 年之前产能没有明显增长，影响了收入增长，并落后于其它公司的产能投放节奏，我们看到 2008 - 2011 年，产能不足直接导致了公司的市场占有率从 3.3% 下降至 2.8%。公司募投项目的 17 万吨产能于 2012 年开始陆续达产，产能不足的问题将得到缓解，市场占有率有望止跌回升。

图 18: 各公司市场占有率变化 (%)



资料来源: Euromonitor、国都证券研究所

公司原有产能分布于广东中山/江门、湖北孝感、四川成都和浙江嘉兴。上市募投项目主要还是围绕成熟市场展开，新增项目经过调整，分布于广东 (12 万吨)、四川 (2.5 万吨)、唐山 (2.5 万吨)，2012 年总计新增产能 10 万吨，可实现产量 22 万吨，项目预计 2013 年可贡献全部产能。公司今年公布了中期扩张计划，包括在广东罗定的 48 万吨项目，四川彭州 6 万吨项目，预计公司在考虑市场需求的基础上，每年新增 10 万吨产能是可以实现。

表 3: 中顺洁柔预计产能 (万吨)

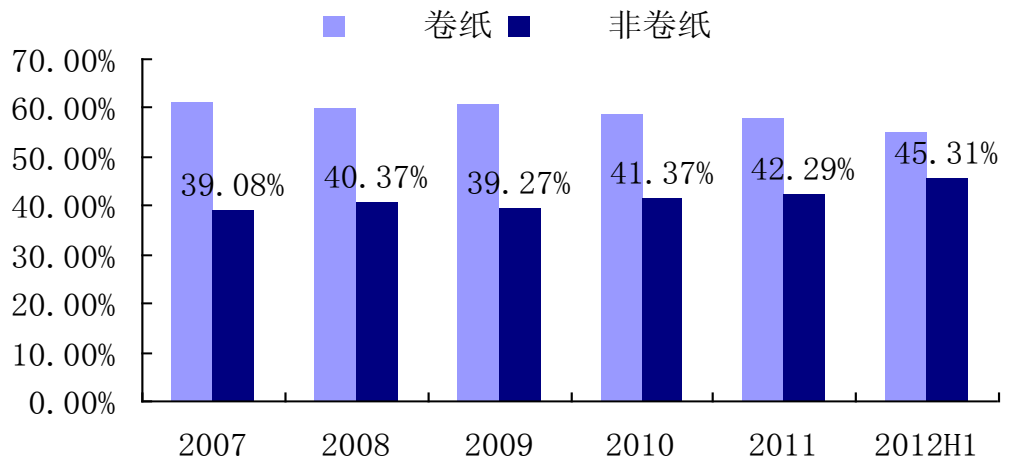
	2013E	2014E
广东	20.8	32.8
浙江	2.8	2.8
湖北	2.5	2.5
四川	7	10
河北	2.5	2.5
合计产能	35.6	50.6

资料来源: 国都证券研究所

2.4 非卷纸业务上升推高毛利率

为适应市场消费升级需求，公司产品结构逐渐优化，加大了高毛利产品包括软抽、手帕纸、盒巾纸等非卷纸产品的比例，2007-2012 上半年，卷纸产品的占比从高峰时 60% 降至 54%，非卷纸产品占比则从 39.08% 提高到 46%，跟行业卷纸产品占比 70% 相比，公司产品结构更为合理，短期内不会出现大的变化，有利于化解成本波动影响盈利水平。

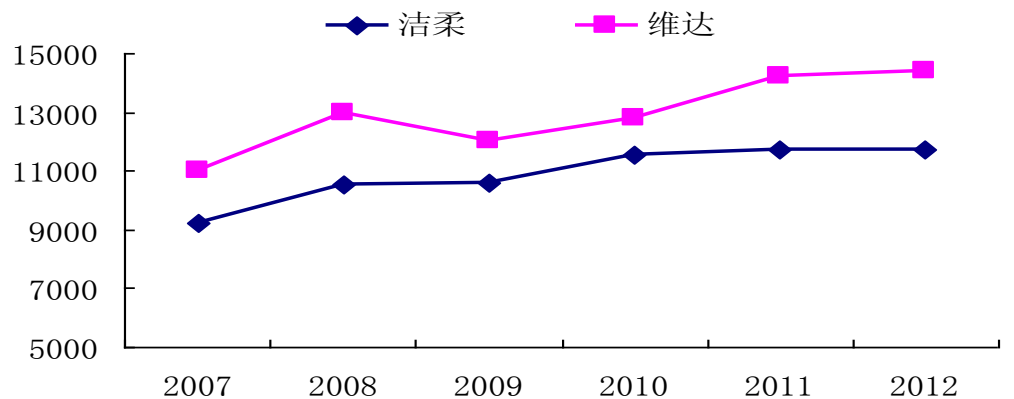
图 19: 中顺洁柔产品结构占比



资料来源：公司数据、国都证券研究所

公司产品具有较强的成本转嫁能力，2008 年原料成本处于历史高位，提价幅度明显，在 2009 年成本下滑后，产品价格保持稳定，从而享受到较高的毛利率。在 2010 年纸浆价格上涨后，再度进行小幅提价。随着欧美需求下降和纸浆产能释放，2012 年纸浆价格下降 2008 年水平，但产品价格却没有下降，因此今年盈利能力明显提高。综合来看，公司的价格策略和竞争对手基本保持一致，而且近年来价格中枢不断提高。

图 20: 中顺洁柔、维达（以港币计）ASP 对比（元/吨）



资料来源：公司数据、国都证券研究所

3. 比照先行者足迹，公司改善空间大

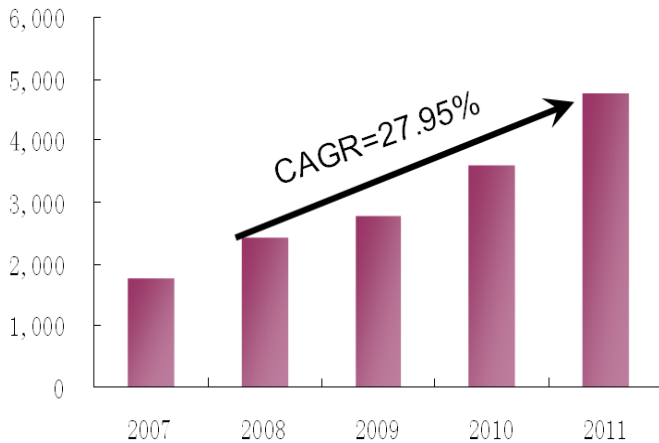
公司作为生活用纸行业在 A 股的首家上市公司，与主营业务相同的维达国际 (3331.hk) 具有很强的可参照性，因此在这里我们有必要将两家公司做一对比，从而找到中顺洁柔的成长路径。我们看到维达 2007 年在香港上市时与洁柔登陆 A 股时产能、收入规模都处于同一起点，中顺洁柔基本面甚至略优于维达国际。维达上市后增速明显加快，收入规模从 17 亿增至 48 亿，年复合增速 28%，净利润从 0.778 亿增至 4.06 亿，复合增速达 51.05%，可以说维达通过上市扩张一举奠定行业龙头地位。

表 4: 中顺洁柔、维达国际 IPO 当年业务数据对比

	IPO	募资 (亿元)	产能 (万吨)	收入 (亿元)	净利润	净利率
中顺洁柔	2010	14.51 (RMB)	18.6	17.79	1.09	6.1%
维达国际	2007	8.6 (HKD)	19	17.78	0.78	4.4%

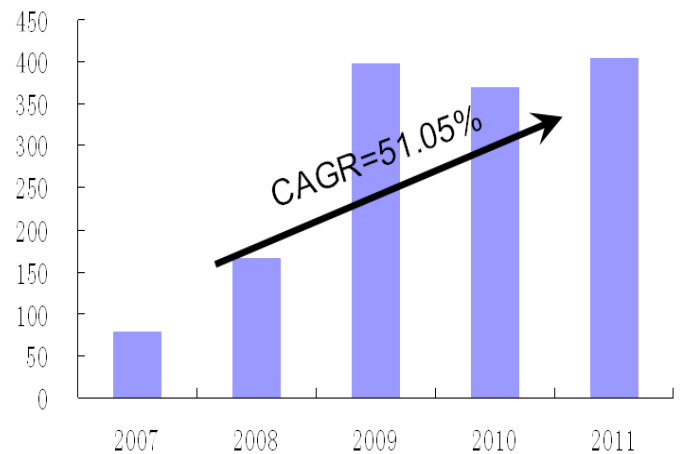
资料来源: 国都证券研究所

图 21: 维达收入 (百万 HKD)



资料来源: 国都证券研究所

图 22: 维达净利润 (百万 HKD)

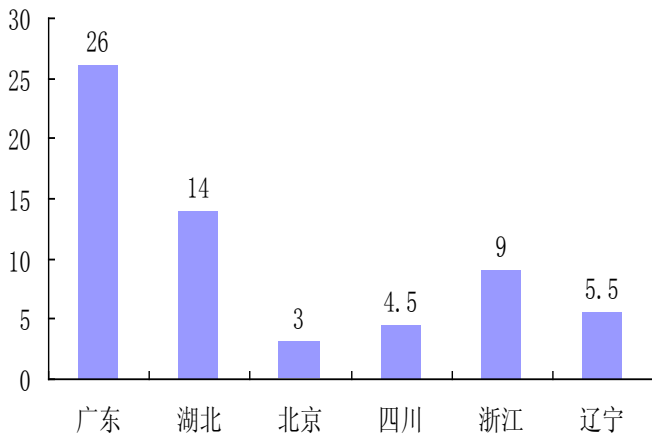


资料来源: 国都证券研究所

维达抓住资本市场平台积极扩大规模，在 2010 年和 2012 年完成两次配股，分别募集资金 2.64 亿和 2.7 亿港元，产能从 2007 年的 24 万吨，增长至 2012 年的 62 万吨。形成全国的米字形布局，2015 年目标产能 100 万吨。上市后重点加大了四川、湖北、浙江的产能投放，大大降低了在以上市场的运输及相关费用，维达在华南、华中及西南市场优势明显，市场占有率紧跟排名第一的恒安“心相印”。

维达在大举扩张生活用纸业务的同时，努力开拓个人护理产品业务，进军婴儿纸尿裤领域，2011 年推出针对中高低档各层次市场的自有婴儿纸尿裤品牌“贝爱多”。个人护理产品可充分利用维达现有经销网络，产品线的丰富为维达获得长期发展机会打下了基础，同时也可以降低纸浆单一原材料价格波动对盈利的影响。

图 23: 维达各地产能分布 (万吨)



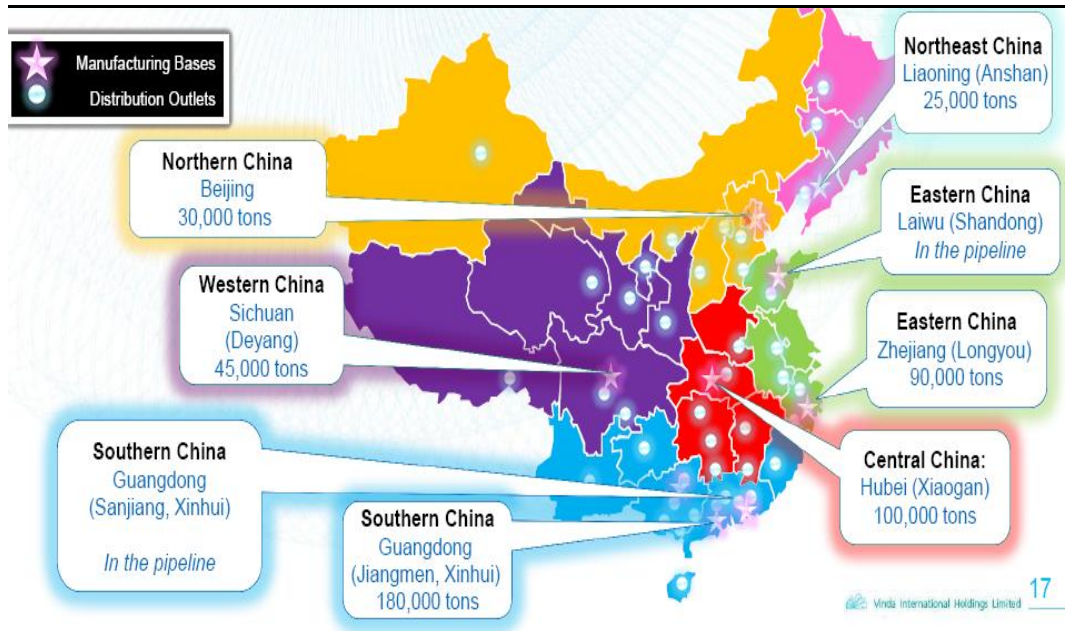
资料来源: 国都证券研究所

图 24: 维达产能扩张 (万吨) 及增速 (%)



资料来源: 国都证券研究所

图 25: 维达产能全国布局规划



资料来源: 公司数据、国都证券研究所

营销、品牌形象和产品创新是维达的竞争利器,公司打造了两大经典系列产品——“蓝色经典系列”及“花之韵系列”,在业内率先将产品与流行卡通相结合,推出“喜羊羊”卡通包装产品,将“功夫熊猫系列”和“冰河世纪”好莱坞卡通形象应用于产品。维达在差异化产品创新方面的大获成功为“维达”品牌增添了国际特色,提升了产品附加值,凸显品牌的时尚感和潮流感,帮助产品打进更多市场和赢得不同消费群体。

图 26: 维达功夫熊猫系列



资料来源: 国都证券研究所

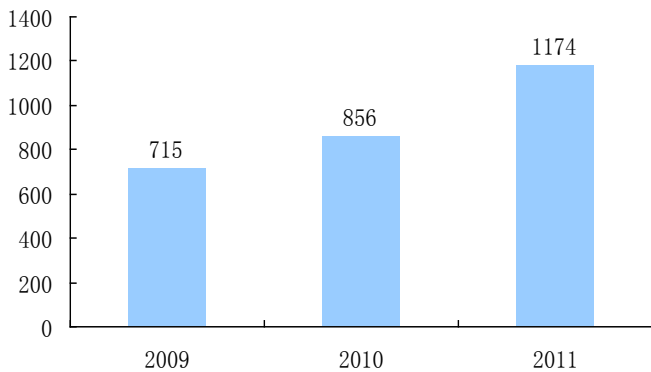
图 27: 维达冰河世纪系列



资料来源: 国都证券研究所

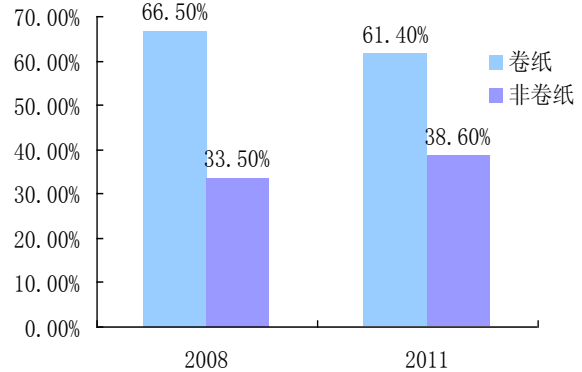
维达引入快速消费品行业具有丰富经验的营销人才,组织了全新的营销高层团队,公司积极扩大销售网络,2011年维达国际销售办事处总数达155个,经销商达1,174家,售点数量260,000个,并积极调整产品结构,非卷纸产品占比上升趋势。

图 28: 维达经销商数量



资料来源: 国都证券研究所

图 29: 维达产品结构



资料来源: 国都证券研究所

维达上市后完成了扩张需要的资金问题,同时更值得我们关注的是其对营销能力提升和品牌价值的塑造。公司围绕“健康生活从维达开始”的理念,打造了鲜明的品牌形象及独特的品牌个性,每年根据市场需求变化推出2-3个明星产品,将普通的生活用纸产品注入年轻、活力与时尚元素,在产品本身同质化竞争无法避免的情况下,维达的品牌战略取得了良好的市场反响,尤其在一、二线城市的效果最为显著。

对比维达上市后的成长路径,资本市场平台将为中顺洁柔解决产能瓶颈,而快速消费品需要着力培育市场认知度和品牌核心价值,公司开始启动明星代言,并为子品牌“太阳”引入时尚卡通形象,我们认为通过丰富手段将洁柔品牌和品质传递给消费者,以渠道推动、品牌拉升的合力来带动销售增长,从而获得可持续发展动力,新的举措也将帮助公司在塑造品牌和营销上积累更多的经验。

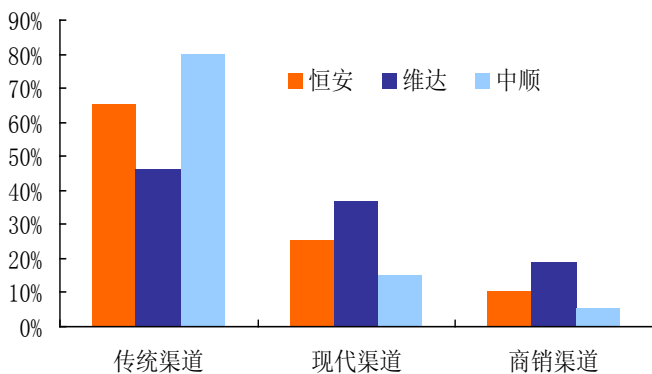
4.渠道模式决定费率水平，浆价稳定是利好

4.1 倚重传统渠道是公司现实选择

以经销商为代表的传统渠道和直供超市、卖场的现代渠道是生活用纸销售主要渠道模式，中国市场地域分布辽阔，不同层级市场共存，因此同时采用两种渠道模式符合实际情况。从生活用纸产品本身来说，使用密集的分销渠道可以最广泛、快速的让消费者体验到产品的高品质，尤其是向低层次市场拓展时，能够快速提高覆盖率，也有利于降低企业销售成本，但这种模式的缺点是，公司的渠道掌控力相对较弱，在开展营销活动和塑造终端形象的时难以充分贯彻公司意图。和对手相比，中顺更为依赖经销商渠道的力量，这也与公司的传统有关，大约有 50%的核心经销商来自原有员工，公司在增长与盈利的权衡中，预计这一模式短期内不会改变。

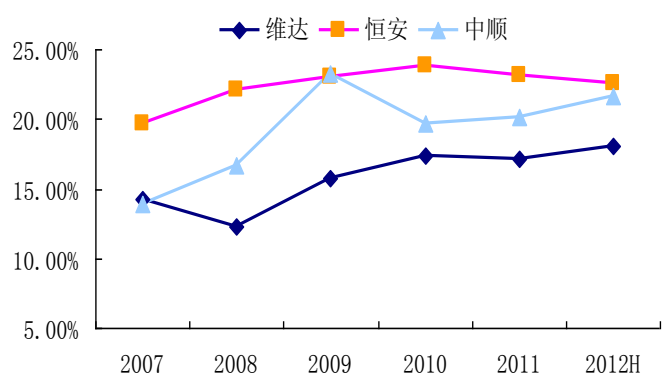
公司上市后通过严格控制，管理费用虽有上升但稳定保持 5.5%的水平左右，考虑到新市场的推广，销售费用的波动比较大可以理解，目前占比维持在 15—16%左右，综合费用率在 21%-23%之间。公司接下来对空白市场的品牌推广和铺货将加大投入，费用占比短期内很难下降，基于这一判断，我们认为公司费用占比将保持当前水平。

图 30: 三公司销售模式占比



资料来源：国都证券研究所

图 31: 三公司费用率对比



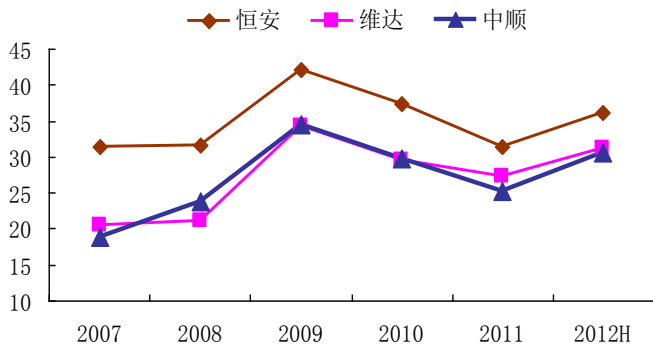
资料来源：国都证券研究所

4.2 纸浆价格预计维持稳定

由于纸浆占成本 55% - 60%，因此纸浆价格波动对公司盈利能力的影响十分关键，从可比公司的 2007 - 2012H1 的纸制品毛利率水平可以看到盈利能力变化的趋势基本一致。公司有专人负责跟踪原料市场变化，综合判断纸浆供给以及贸易商的存货情况，并且会适时在低位补充存货，具备成熟的采购策略和较强的成本控制能力。

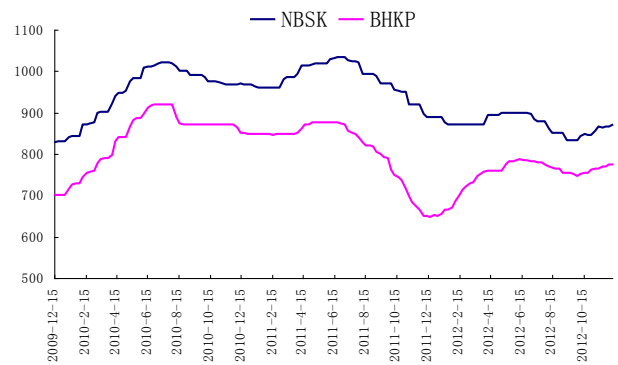
因全球经济增速下降，欧美经济低迷，国外浆厂的销售压力必将转嫁至中国与其它亚洲国家。FOEX 数据显示浆价从 2011 年 6 月高点至今一直处于盘整过程中，无论从宏观经济恢复速度还是制浆企业盈利水平看，浆价处于底部区域徘徊，这也无疑对公司维持盈利水平是个利好。

图 32: 三公司毛利率水平 (%)



资料来源: 国都证券研究所

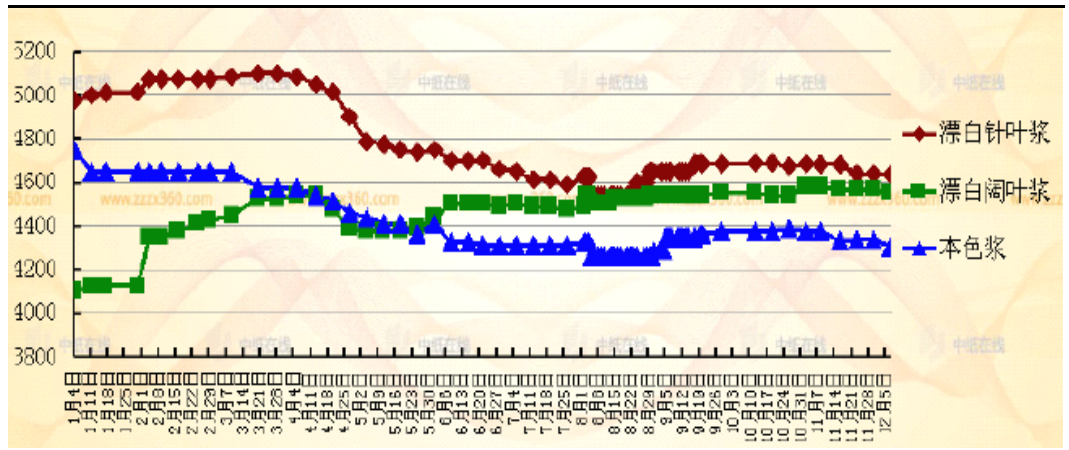
图 33: 浆价历史走势 (美元/吨)



资料来源: FOEX、国都证券研究所

近三个月纸浆市场基本稳定, 9月5日-11月28日 FOEX 美国方面 BHKP 价格从 880.00 美元跌到 846.83 美元, 跌幅为 3.77%, 中国市场 NBSK 价格从 628.11 美元上涨到 647.98 美元, 涨幅为 3.16%, BHKP 价格从 640.18 美元上涨到 645.523 美元, 涨幅为 0.83%。针叶浆供应商报价坚挺但成单价格下滑, 观望情绪浓厚, 下游纸厂交投平淡, 开工率不高, 市场供求保持微紧状态, 预计后市持续稳定为主。阔叶浆价格报价较少, 实际成单价格涨跌幅较小, 纸厂方面采购意向低迷, 交投并不活跃。总体判断国内纸浆市场报价基本稳定, 外来货源充裕, 价格走弱的可能性较大。

图 34: 2012 国内纸浆价格走势



力，随着唐山生产基地的达产，公司开拓华北市场的步伐将进一步加快。上市后公司解决了发展所需的资金问题，拓宽融资渠道之后公司也有信心加快发展节奏，今年公司制定了罗定 24 万吨和成都 6 万吨的新产能规划。根据国外行业发展规律，生活用纸行业必然将由几家大公司占据 50%以上市场份额，公司上市后将巩固第一集团位置，市场布局也将随着新增产能释放而更趋全面、合理。

通过分析恒安、维达的发展轨迹，持续扩张是必然选择，同时也要着力提高品牌价值和产品创新能力才能在日趋竞争激烈的行业走出差异化道路。我们认为公司目前处于成长关键阶段，按照恒安、维达的估值走势，一旦打开成长空间，消费品标的估值水平上移是大概率事件，市场也将给予一定估值溢价。我们认为公司产能扩张、品牌升级、市场营销等方面都存在改善空间，预计 2012-2014 年 EPS 为 0.71、0.95 和 1.28 元，PE 分别为 27、21 和 15 倍，给予“推荐_A”的投资评级。

表 5：中顺洁柔收入预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
卷纸							
ASP(元/吨)	10,124.87	9,439.48	10,025.00	10,018.00	10,018.00	10,028.02	10,048.07
销量(吨)	84,665.31	104,000.04	102,030.06	105,984.38	134,354.16	184,953.26	248,780.45
收入(百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,061.75	1,345.96	1,854.71	2,499.76
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	21.66%	24.88%	24.00%	24.00%
非卷纸							
ASP(元/吨)	12,352	12,625	13,738	14,020	14,020.00	14,034.02	14,048.05
销量(吨)	46,980.00	50,280.00	52,543.12	55,505.92	75,430.81	103,838.80	139,813.00
收入(百万元)	580.32	634.79	721.84	778.19	1,057.54	1,457.28	1,964.10
毛利率	29%	39%	37.47%	32.04%	36%	35%	35%
总销量(吨)	131,645.31	154,280.04	154,573.19	161,490.30	209,000.00	288,300.00	388,500.00
主营收入(百万元)	1,437.54	1,616.50	1,744.69	1,839.94	2,403.50	3,311.99	4,463.87
yoy	19.21%	12.45%	7.93%	5.46%	30.63%	37.80%	34.78%
毛利率	24.22%	35.05%	30.67%	26.05%	29.77%	29.12%	29.45%

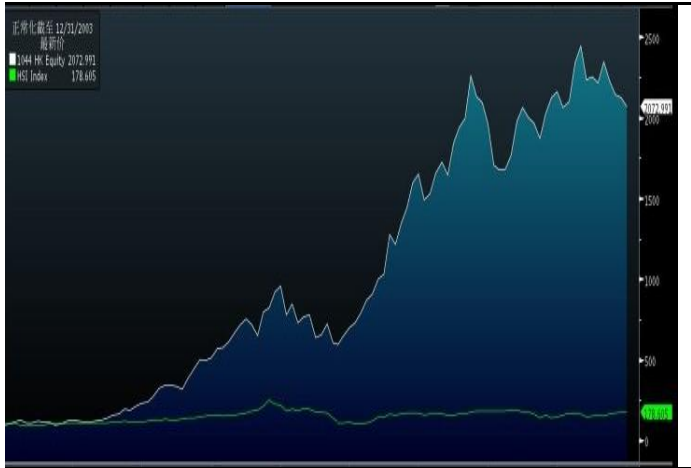
资料来源：国都证券研究所

表 6: 中顺洁柔财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1826.74	1870.32	1724.85	1631.43	营业收入	1856.26	2424.83	3341.38	4503.48
现金	953.25	969.93	485.97	238.98	营业成本	1376.93	1702.96	2368.37	3177.21
应收账款	203.43	307.06	361.22	457.59	营业税金及附加	8.98	10.39	14.19	20.07
其它应收款	6.51	20.44	15.69	31.72	营业费用	272.00	384.78	503.64	684.45
预付账款	104.87	2.49	156.08	85.04	管理费用	103.34	126.65	176.16	241.12
存货	509.11	522.98	604.81	719.02	财务费用	5.38	9.23	23.55	43.09
其他	49.57	47.42	101.08	99.07	资产减值损失	-8.34	0.29	-0.29	-6.69
非流动资产	994.24	1208.73	1614.56	2105.84	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	787.07	1015.62	1371.80	1793.63	营业利润	97.96	190.53	255.76	344.24
无形资产	70.30	90.76	123.28	164.18	营业外收入	14.23	9.50	11.00	12.00
其他	136.87	102.35	119.47	148.02	营业外支出	1.04	1.60	1.78	1.47
资产总计	2820.99	3079.05	3339.41	3737.27	利润总额	111.15	198.43	264.98	354.77
流动负债	730.40	878.05	946.45	1086.45	所得税	30.45	49.61	66.25	88.69
短期借款	400.80	424.02	454.02	504.02	净利润	80.70	148.82	198.74	266.08
应付账款	209.78	205.00	230.00	260.00	少数股东损益	0.16	0.29	0.30	0.40
其他	119.83	249.03	262.43	322.43	归属母公司净利	80.54	148.53	198.44	265.68
非流动负债	13.07	6.65	7.30	9.01	EBITDA	167.10	265.08	369.72	508.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.50	0.71	0.95	1.28
其他	13.07	6.65	7.30	9.01					
负债合计	743.47	884.71	953.76	1095.46					
少数股东权益	3.39	3.68	3.98	4.38	主要财务比率				
4.35%	2074.12	2190.66	2381.67	2637.43		2011	2012E	2013E	2014E
负债和股东权益	2820.99	3079.05	3339.41	3737.27	成长能力				
					营业收入	4.35%	30.63%	37.80%	34.78%
					营业利润	-30.32%	94.50%	34.24%	34.60%
					归属母公司净利	-26.03%	84.42%	33.60%	33.88%
					获利能力				
					毛利率	25.82%	29.77%	29.12%	29.45%
					净利率	4.35%	6.14%	5.95%	5.91%
					ROE	3.88%	6.78%	8.33%	10.07%
					ROIC	3.11%	5.56%	7.11%	8.87%
					偿债能力				
					资产负债率	26.35%	28.73%	28.56%	29.31%
					净负债比率	19.47%	19.32%	19.03%	19.08%
					流动比率	2.50	2.13	1.82	1.50
					速动比率	1.80	1.53	1.18	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.82	1.04	1.27
					应收帐款周转率	8.46	9.50	10.00	11.00
					应付帐款周转率	6.87	6.99	7.18	7.01
					每股指标(元)				
					每股收益	0.50	0.71	0.95	1.28
					每股经营现金	-0.63	1.61	0.10	1.83
					每股净资产	12.98	10.55	11.47	12.70
					估值比率				
					P/E	19.71	27.64	20.69	15.45
					P/B	0.77	1.87	1.72	1.56
					EV/EBITDA	6.31	13.47	11.05	8.61

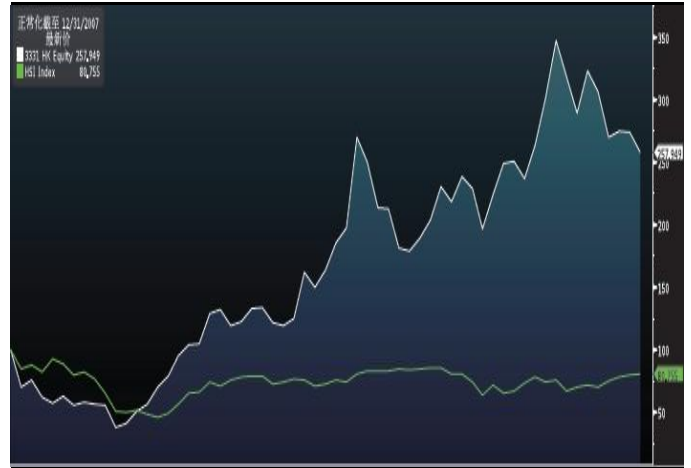
资料来源: 公司报表、国都证券

图 35: 恒安国际相对恒指走势 (2003 - 2012)



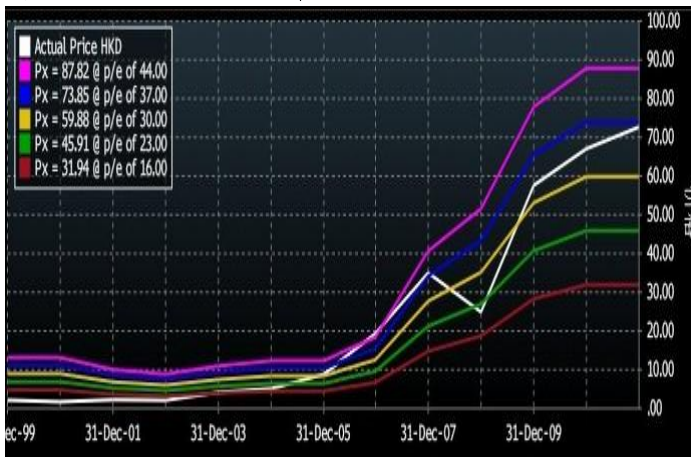
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 36: 维达国际相对恒指走势 (2007 - 2012)



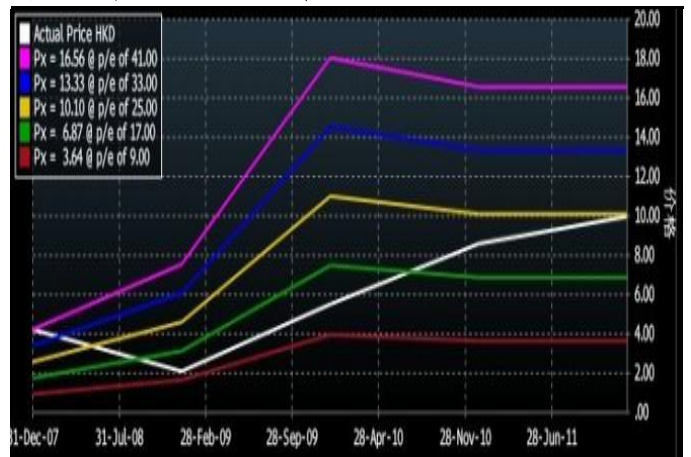
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 37: 恒安国际 PE 水平 (1999 - 2012)



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图 38: 维达国际 PE 水平 (2007 - 2012)



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

表 7: 全球重要日用品/个人护理公司估值/盈利能力对比

	毛利率(12M)	EBITDA 利率	净利率(12M)	P/E	预测 P/E	P/E (2013)	P/S
平均值	47.51	17.58	9.47	28.09	23.40	19.83	2.43
维达国际	29.17	15.45	8.66	20.93	18.74	14.40	1.81
恒安国际	42.67	24.82	17.28	27.25	24.27	20.02	4.71
尤妮佳	45.17	15.84	6.12	28.63	25.44	22.33	1.75
LG 健康	50.95	13.95	7.78	34.91	31.92	26.32	2.38
金佰利	32.34	17.96	9.00	16.48	16.26	15.20	1.60
宝洁	49.32	21.37	12.66	19.05	17.59	16.25	2.31
欧舒丹	82.58	20.52	12.66	28.88	26.30	22.07	3.66
拜尔斯道夫	63.15	15.19	4.57	51.00	28.90	25.48	2.34
高露洁	57.86	25.33	14.52	20.28	19.78	18.01	2.99
中顺洁柔	27.34	10.14	4.67	41.35	28.71	21.12	1.95
贝亲	42.01	12.76	6.27	20.25	19.48	16.97	1.27

资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			