

中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

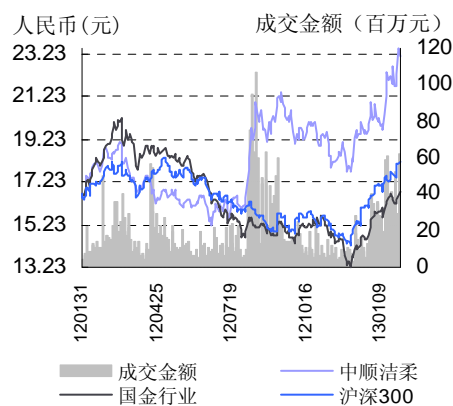
市价(人民币): 23.14元

目标(人民币): 27.00元

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)	48.13
年内股价最高最低(元)	23.50/15.19
沪深300指数	2688.71
中小板指数	5151.31



相关报告

1. 《大股东增特点评》，2013.1.17
2. 《静待公司改变》，2012.11.18
3. 《双轮驱动,高增长将延续》，2012.10.26

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

业绩略超预期

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	0.723	1.013	1.452
每股净资产(元)	12.46	12.96	10.70	11.71	13.16
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	1.54	0.78	1.35
市盈率(倍)	58.93	46.88	31.94	22.81	15.91
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%	86.79%	40.01%	43.42%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	6.76%	8.65%	11.04%
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

- 中顺洁柔修正业绩预测, 预计12年归属上市公司股东净利润1.37-1.61亿元, 增长70%-100%(原为60%-90%),

经营分析

- **业绩略超我们预期:** 我们在《大股东增特点评》报告中, 已对公司12年经营情况简要预测。4季度是生活用纸行业的传统旺季, 从我们跟公司沟通看, 公司4季度延续产销两旺趋势。从公司公告看, 比我们预期略好, 预计公司全年归属上市公司股东净利润1.5-1.6亿元, 增长90%-100%。其中4季度净利润约4800万元, 同比增长180%, 较3季度增长15%左右。
- **13Q1将延续高增长:** 因12Q1的低基数及募投项目将于13Q1显现, (河北工厂2.5万吨于12年10月投产, 华南工厂7万吨于12年12月投产, 成都工厂3万吨将于13年2月份投产。根据产能投放时间, 我们测算13年季度实际产能增速分别为43%、48%、48%、39%), 此外公司13年开始对销售费用采取季度分摊方式, 费用波动将比较平稳(公司每年初会规划新进入商超及其它终端, 12Q1采取了一次性销售费用计提, 导致数据较高), 因此我们预计公司一季度将延续高增长, 预计净利润增长80%以上。
- **双轮驱动未变, 坚定买入:** 我们认为公司是好行业中正在改变的公司, 12年公司已站上改变的起点, 后市持续向上的趋势不变。量的增长&管理改善所带来的盈利能力上升, 将共同驱动公司业绩高增长。未来2-3年将是洁柔蜕变期, 无论是公司质地还是盈利都将是持续向上的过程, 我们建议投资者坚定买入, 分享行业及公司成长的过程, 我们也坚信洁柔会给投资者良好回报。具体请看我们之前的系列报告。

盈利预测及投资建议

- 我们维持公司盈利预测(存在超预期可能性), 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, 后市随着募投项目的释放及管理改善所带来盈利力的上升将共同驱动公司高增长, 建议买入。

图表1: 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

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%

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	1	3	9
增持	1	1	5	7	27
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.78	1.74	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 2012-05-27	增持	15.99	N/A
2 2012-08-01	买入	16.10	N/A
3 2012-08-09	买入	19.50	N/A
4 2012-09-06	买入	20.80	N/A
5 2012-10-15	买入	19.30	27.00 ~ 27.00
6 2012-10-26	买入	19.52	N/A
7 2012-11-18	买入	18.16	N/A
8 2013-01-17	买入	22.00	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。

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