

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

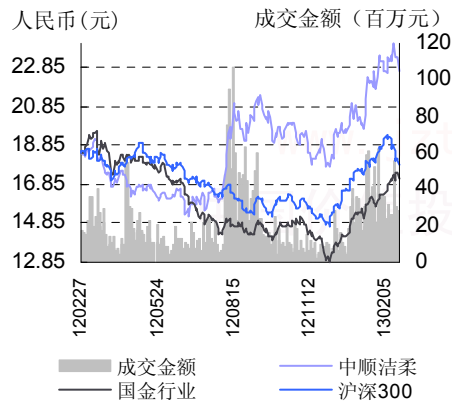
市价(人民币): 22.63元

看好公司成长性

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)	47.07
年内股价最高最低(元)	24.08/15.19
沪深300指数	2567.59
中小板指数	5228.65



相关报告

1. 《业绩略超预期》，2013.1.31
2. 《大股东增持点评》，2013.1.17
3. 《静待公司改变》，2012.11.18

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	0.750	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	30.13	22.32	15.56
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

- 中顺洁柔公布业绩快报, 12年营业收入 23.39 亿元, 增长 26%; 营业利润 2.07 亿元, 增长 110.9%; 归属上市公司股东净利润 1.57 亿元, 增长 94.5%, EPS 0.75。

经营分析

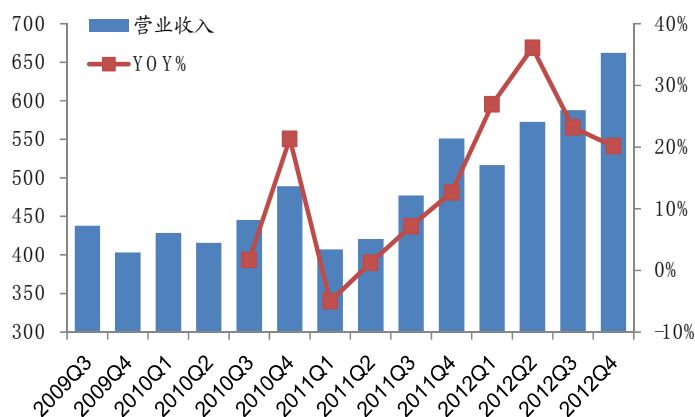
- 业绩符合预期, 产能释放&成本下行共同驱动高增长: 12年随着公司经营思路的改变, 从原先的保守转向积极进取, 同时逐步理顺渠道及员工绩效考核, 加上募投项目释放, 公司收入重新恢复高成长, 全年增长 26%(比 11 年高 21.6 个百分点)。同时受益于原料木浆成本的下跌(12 年木浆平均下跌 16.6%), 公司 12 年净利润近翻番, 与我们预期基本吻合。13 年公司的关注点有三个方面: 1) 产能消化; 2、费用控制; 3、浆价走势。
- 募投项目 12Q4-13Q1 投产, 13 年有望延续高增长: 公司 12Q4 营业收入 6.62 亿元, 增长 20%, 虽然增速较前几个季度略有下行, 但这主要受产能制约。根据我们测算, 公司 12Q4 实际产能约 6.7 万吨(以季度算), 以此测算公司开工率约 86%(生活用纸开工率一般 85%), 基本属于满产。我们预计随着募投的 12 万吨项目逐步投产, 公司 13 年高增长依然具有较高确定性。公司河北工厂 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%。而由于 12Q1 基数较低, 同时公司 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, 每年 Q1 计提费用), 我们预计 13Q1 净利润增长可能达 80%以上。
- 13 年浆价预计前高后低, 短期仍可能继续上行。浆价自 12 年 9 月以来开始反弹, 针叶、阔叶浆自谷底分别反弹 70、80 美元, 目前针叶/阔叶浆实际成交价为 670-680 美元/吨, 短期内我们预计随着国内纸业需求的恢复, 在 5 月份之前浆价仍有可能继续上行, 但空间不会很大, 预计再有 20-30 美元的空间。而随着纸业 6 月份进入淡季, 加上新产能的释放(ILIM、SUZANO、Stora Enso/Arauco 合计新增约 350 万吨), 浆价下半年可能再次下行。根据我们测算, 当前浆价较公司 12 年平均成本约高 5%-7%, 因高库存运作的原因, 我们预计成本的负面影响可能于二季度显现, 但因产品结构变化(高毛利产品占比提高), 对公司毛利率的影响较浆价变动可能略低。而从全年看, 我们预计 13 年公司毛利率可能略有下行。

- **价格战风险，不应过分悲观：**因近几年生活用纸新增产能较多，市场一直担心过剩及价格战风险。根据我们统计 12-14 年生活用纸共新增产能分别 140、91、137 万吨，其中 12 年上、下年分别新增 45、95 万吨，产能扩张较前几年确实有所加快。但从市场看，12 年各大龙头企业供应一直偏紧，销售良好，基本未出现价格战。因此我们认为市场对过剩及价格战风险不应过分悲观。目前仍是龙头企业抢占小企业市场份额阶段，同时每年落后产能淘汰所腾出的市场空间，也抵消了部分风险。而且前四家企业对市场拥有较强的话语权，行业良好的竞争格局，也排除了恶性竞争风险。但从季度看，我们认为二季度是值得重点关注时间段。
- **投资逻辑不变，看好公司成长性：**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速增长。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，我们建议投资者买入，分享行业及公司成长的过程。具体请看我们之前的系列报告。

盈利预测及投资建议

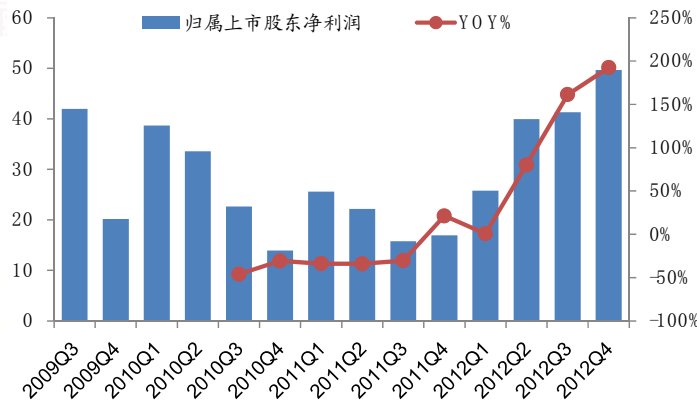
- 预计公司 2013-2014 年营业收入 32.11 亿元、42.51 亿元，归属母公司股东净利润 2.11 亿元、3.02 亿元，对应 EPS 为 1.01 元、1.45 元。
- 我们认为 2012 年将是公司成长及改善的起点，后市随着募投项目的释放及管理改善所带来盈利力的上升将共同驱动公司高速增长，建议买入。

图表1：公司收入重新恢复高增长

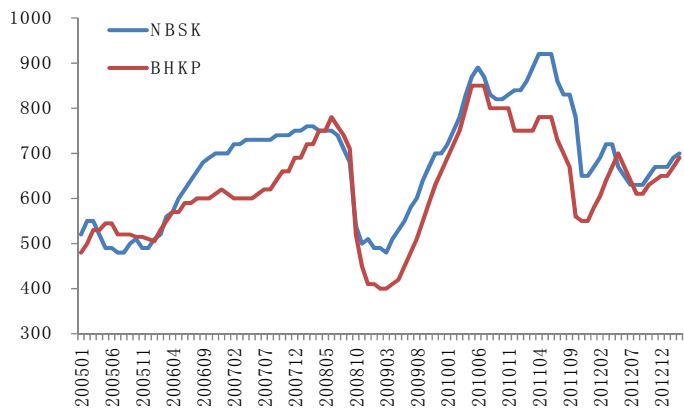


来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：成本因素致 12 年业绩翻番

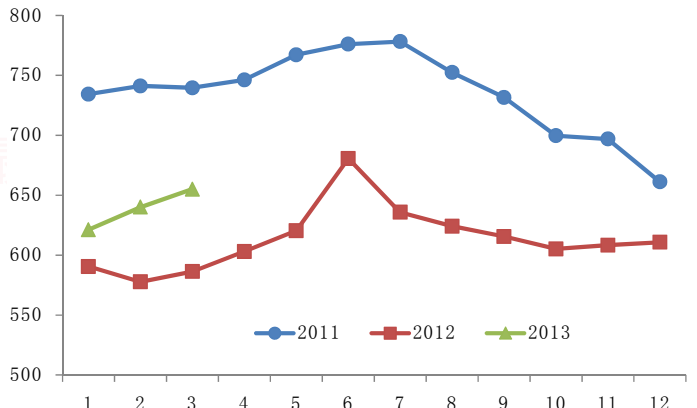


图表3：浆价成本有所上行（供应商报价，美元/吨）

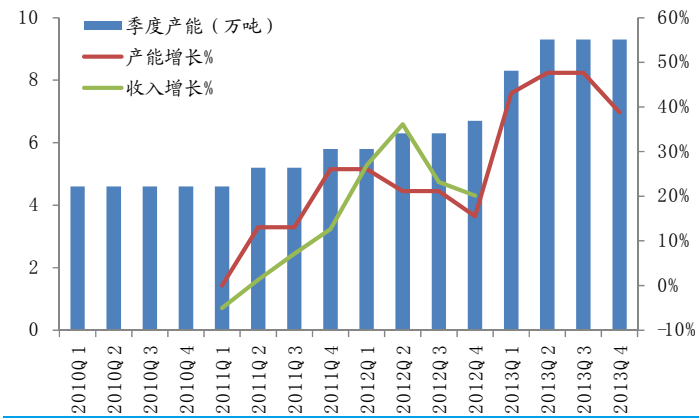


来源：RISI、国金证券研究所

图表4：企业平均木浆成本测算（美元/吨）

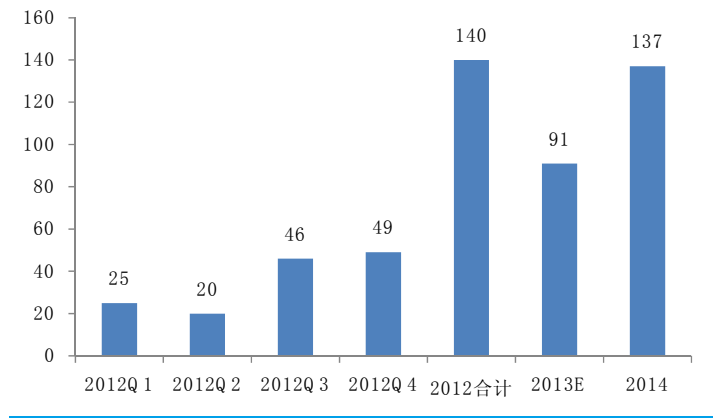


图表5: 公司募投产能进入释放期 (实际产能)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表6: 生活用纸新增产能 (万吨)



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

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	3	7
增持	0	3	4	8	19
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.92	1.88	1.82

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 2012-08-01	买入	16.10	N/A
2 2012-08-09	买入	19.50	N/A
3 2012-09-06	买入	20.80	N/A
4 2012-10-15	买入	19.30	27.00 ~ 27.00
5 2012-10-26	买入	19.52	N/A
6 2012-11-18	买入	18.16	N/A
7 2013-01-17	买入	22.00	N/A
8 2013-01-31	买入	23.17	27.00 ~ 27.00

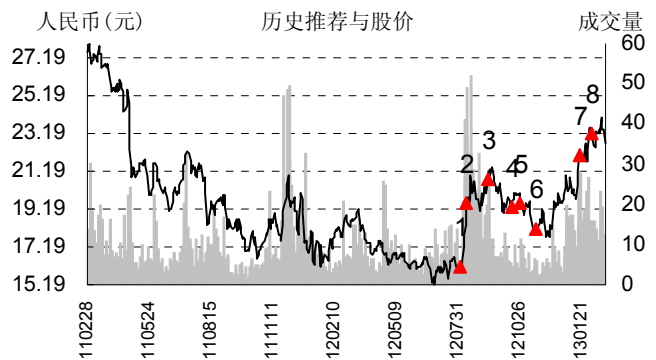
来源：国金证券研究所

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



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 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