

中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

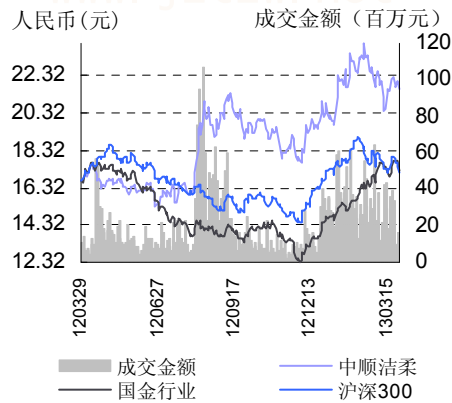
市价(人民币): 21.61元

延续高成长

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)	44.95
年内股价最高最低(元)	24.08/15.19
沪深 300 指数	2499.30
中小板指数	5212.13



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	0.748	1.012	1.401
每股净资产(元)	12.46	12.96	10.72	11.73	13.13
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	1.54	0.80	1.31
市盈率(倍)	58.93	46.88	30.22	22.33	16.13
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%	93.14%	35.31%	38.45%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	6.98%	8.63%	10.67%
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

■ 中顺洁柔公告一季报预增 40%-70%。

经营分析

- **如期高增长, 但幅度略低于我们预期:** 公司一季度如我们预期延续高增长势头, 原因主要有四个方面: 1、毛利率提升, 公司去年一季度仍部分使用了高价原料, 而今年一季度则主要使用去年三季度采购的低价原料, 价格约 600-620 美元/吨; 2、销售费用率下降, 公司每年都会规划新进入商超渠道, 去年一季度一次性预提了这部分费用, 导致费率异常, 今年则采取分季计提方式以平滑; 3、新产能投放, 去年 4 季度公司共投了 9.5 万吨新产能, 贡献部分增量; 4、基数原因。公司一季度虽延续高增长, 但比我们原先预期 80% 增速略低。当前预计公司一季度净利润约 4000 万元左右, 增速 60% 左右。
- **产能投放进度延迟, 是造成公司业绩增速略低的主要原因:** 在前期调研既要中, 我们已提示了公司一季度产能贡献低于我们预期。公司原计划去年 4 季度投产 12 万吨募投项目, 其中 9.5 万吨已如期投产 (河北 2.5 万吨 10 月投产, 江门 7 万吨 12 月份投产), 而成都 2.5 万吨设备因要技改提高至 3 万吨推迟到今年 3 月份投产。此外江门新投产的 7 万吨设备 1-2 月份基本都在调试阶段, 增量较少。因此产能投放延迟导致一季度贡献较小是业绩略低于我们预测的主要原因。
- **全年高增长仍非常确定, 建议 4 月底—5 月布局:** 随着公司募投项目的投产, 且主要集中于公司比较强势的华南、西南地区, 我们认为公司今年高增长仍非常确定。通过覆盖空白区域及进入新的商超终端, 产能消化的风险不大。公司短期受制于浆价的反弹, 股价徘徊。但在前期的报告中, 我们已阐明我们对浆价的观点: 我们预计今年浆价前高后低, 上半年可能还将一次提价, 但 5 月份后随着纸业进入淡季, 加上新产能的释放 (ILIM、SUZANO、Stora Enso/Arauco 合计新增约 350 万吨), 浆价下半年很可能再次下行, 我们建议 4 月底到 5 月份布局。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, 预计浆价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幅度可能略低。而从全年看, 我们预计 13 年公司毛利率可能略有下行, 但公司将根据毛利率的变动灵活调整费用, 因此净利率仍可维持稳定目前水平。

相关报告

1. 《看好公司成长性》, 2013.2.27
2. 《业绩略超预期》, 2013.1.31
3. 《大股东增持点评》, 2013.1.17

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

盈利预测及投资建议

- 预计公司 2013-2014 年营业收入 32.13 亿元、42.53 亿元，归属母公司股东净利润 2.1 亿元、2.91 亿元，对应 EPS 为 1.01 元、1.4 元，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	2,339	3,213	4,253
增长率		9.9%	4.4%	26.0%	37.4%	32.4%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,627	-2,250	-2,964
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	69.5%	70.0%	69.7%
毛利	567	535	479	712	963	1,289
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	30.5%	30.0%	30.3%
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	-356	-476	-617
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.2%	14.8%	14.5%
管理费用	-82	-89	-103	-127	-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	218	308	438
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	9.3%	9.6%	10.3%
财务费用	-32	-30	-5	-13	-23	-50
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.5%	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	205	284	389
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.8%	8.9%	9.1%
营业外收支	5	3	13	8	0	0
税前利润	154	144	111	213	284	389
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	9.1%	8.9%	9.1%
所得税	-26	-24	-30	-58	-74	-97
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	156	210	291
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	156	210	291
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.7%	6.6%	6.9%

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	348	478	633
存货	267	412	509	535	740	974
其他流动资产	18	45	105	67	92	121
流动资产	763	2,427	1,827	1,550	1,710	2,128
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	49.4%	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%	48.3%	50.2%	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%	50.6%	52.2%	55.1%
资产总计	1,479	3,241	2,821	3,139	3,577	4,742
短期借款	499	767	404	477	542	1,227
应付款项	368	416	344	401	553	728
其他流动负债	26	22	-18	28	39	51
流动负债	892	1,205	730	906	1,134	2,006
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	906	1,134	2,007
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,230	2,440	2,732
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	3,139	3,577	4,742

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	156	210	291
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	33	58
营运资金变动	10	-117	-192	28	-197	-231
经营活动现金净流	220	87	-37	321	167	272
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	59	65	686
其他	-30	-207	-64	-29	-33	-58
筹资活动现金净流	-29	1,507	-458	31	32	628
现金净流量	107	1,308	-801	-353	-200	0

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.748	1.012	1.401
每股净资产	3.608	12.460	12.963	10.720	11.732	13.133
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.543	0.805	1.308
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%	6.98%	8.63%	10.67%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.96%	5.88%	6.15%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.87%	7.62%	8.30%
增长率						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	26.01%	37.37%	32.36%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	129.31%	41.18%	42.55%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	93.14%	35.31%	38.45%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	11.28%	13.95%	32.56%
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	231.9	155.2	181.4
偿债能力						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-5.51%	5.81%	30.28%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	17.1	13.3	8.8
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	28.86%	31.69%	42.33%

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	0	2	3	7
增持	0	0	3	4	17
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.83	1.79	1.77

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 2012-08-09	买入	19.50	N/A
2 2012-09-06	买入	20.80	N/A
3 2012-10-15	买入	19.30	27.00 ~ 27.00
4 2012-10-26	买入	19.52	N/A
5 2012-11-18	买入	18.16	N/A
6 2013-01-17	买入	22.00	N/A
7 2013-01-31	买入	23.17	27.00 ~ 27.00
8 2013-02-27	买入	22.48	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。

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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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