

中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

周文波

分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)60230237
zhouwb@gjzq.com.cn

大股东定增点评

事件

中顺洁柔公告: 拟以每股 8.11 元, 向大股东发行 2466 万股股票, 募集资金总额 19999.3 万元, 用于补充公司流动资金。

评论

大股东全额定增, 表明对公司前景看好: 此次大股东以近 2 亿元现金全额认购股份公司增发的 2466 万股, 一方面意在提高控股权, 大股东持股将从增发前的 51.89% 提高到 54.64%; 另一方面希望降低公司资产负债率, 优化资本结构, 降低财务费用, 改善公司盈利状况。半年报显示公司财务费用率 2.64%, 较去年同期上升 0.8 个百分点, 同期财务费用约占利润总额 55% 左右。此次定增也表明大股东看好公司发展前景。

产能持续释放, 叠加消费疲软, 生活用纸行业 14 年将以探底为主: 目前国内生活用纸消费量约 600 万吨, 年消费增速 7% 左右。受新增产能持续投放的影响 (12-14 年行业每年新增产能 120-140 万吨), 加上消费偏弱的拖累, 生活用纸行业从 13 年开始进入景气下行阶段, 行业压力逐步显现。由于生活用纸行业属于重资产行业, 销售遇阻, 企业自然采取降价、促销等手段, 从而导致行业遇到困境, 企业普遍面临要利润或要份额的两难选择。这一波生活用纸产能释放持续到 2014 年, 我们判断生活用纸行业将从 15 年下半年开始逐步好转。

公司产能扩张迅猛, 但销售是关键: 13 年底公司生活用纸产能 35 万吨, 今年将有 3 台新设备投产 (成都 6 万吨+广东云浮 12 万吨), 公司总产能增长近 50%, 达到 53 万吨左右。但我们也看到自 13 年以来受行业景气下滑影响, 公司业绩持续走弱, 尤其是今年大幅下滑。但随着行业 15 年有望企稳回升, 公司后续弹性可能较大。

结构改善仍在延续, 毛利率已达阶段性谷底: 从公司产品结构看, 高盈利的非卷纸产品一直保持较快增长, 其在产品结构的比重持续提升, 2011 年非卷纸比重约 35%, 预计 2014 年这一比重将达到 60% 左右。非卷纸的毛利率比卷纸产品高 10 个百分点, 非卷纸产品比重的提升也将增强公司盈利能力。受产品降价的影响, 今年上半年公司综合毛利率 29.3%, 较去年同期下滑 3 个百分点。因年初以来原料木浆价格的下降 (针叶浆下跌 20 美元/吨; 阔叶浆下滑 80 美元/吨), 公司后期有望享受到成本下降的利好, 我们预计公司毛利率已是阶段性谷底。

传统业务景气下行, 公司存在转型可能: 我们看到今年以来很多传统造纸企业纷纷涉足新业务, 公司主营业务生活用纸近两年也面临景气下滑的挑战, 不排除转型的可能性。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 14-16 年营业收入 24.78 亿元、26.37 亿元、30.28 亿元; 归属于上市公司股东净利润 0.58 亿元、0.74 亿元、1 亿元, EPS 分别为 0.14 元、0.18 元、0.25 元, 维持“增持”评级。

图表1: 公司三张表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,856	2,339	2,502	2,478	2,637	3,028
增长率		26.0%	6.9%	-0.9%	6.4%	14.8%
主营业务成本	-1,377	-1,608	-1,745	-1,751	-1,850	-2,111
%销售收入	74.2%	68.8%	69.8%	70.7%	70.1%	69.7%
毛利	479	731	757	727	788	917
%销售收入	25.8%	31.2%	30.2%	29.3%	29.9%	30.3%
营业税金及附加	-9	-9	-12	-12	-13	-15
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-272	-344	-414	-409	-435	-500
%销售收入	14.7%	14.7%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
管理费用	-103	-134	-167	-173	-185	-212
%销售收入	5.6%	5.7%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	95	244	164	132	155	190
%销售收入	5.1%	10.4%	6.5%	5.3%	5.9%	6.3%
财务费用	-5	-23	-40	-56	-58	-60
%销售收入	0.3%	1.0%	1.6%	2.3%	2.2%	2.0%
资产减值损失	8	-3	-4	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	98	218	119	75	97	130
营业利润率	5.3%	9.3%	4.8%	3.0%	3.7%	4.3%
营业外收支	13	0	31	0	0	0
税前利润	111	218	150	75	97	130
利润率	6.0%	9.3%	6.0%	3.0%	3.7%	4.3%
所得税	-30	-59	-34	-17	-22	-30
所得税率	27.4%	27.0%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	81	159	116	58	74	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	159	116	58	74	100
净利率	4.3%	6.8%	4.6%	2.3%	2.8%	3.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	953	794	994	995	750	792
应收款项	260	314	408	340	362	416
存货	509	579	602	600	633	723
其他流动资产	105	148	164	20	20	23
流动资产	1,827	1,834	2,167	1,955	1,766	1,954
%总资产	64.8%	53.5%	48.2%	46.6%	39.7%	43.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	897	1,377	2,098	2,078	2,531	2,373
%总资产	31.8%	40.2%	46.7%	49.6%	56.9%	53.0%
无形资产	72	72	158	155	153	150
非流动资产	994	1,591	2,326	2,236	2,686	2,525
%总资产	35.2%	46.5%	51.8%	53.4%	60.3%	56.4%
资产总计	2,821	3,426	4,493	4,191	4,452	4,479
短期借款	404	591	269	0	155	0
应付款项	344	505	493	486	514	588
其他流动负债	-18	66	93	51	54	62
流动负债	730	1,162	856	538	724	650
长期贷款	0	0	488	488	488	489
其他长期负债	13	58	867	825	825	825
负债	743	1,220	2,211	1,851	2,037	1,964
普通股股东权益	2,074	2,202	2,282	2,340	2,415	2,515
少数股东权益	3	3	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,821	3,426	4,493	4,191	4,452	4,479

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.503	0.764	0.372	0.143	0.183	0.247
每股净资产	12.963	10.588	7.315	7.501	7.740	8.061
每股经营现金净流	-0.231	1.413	0.693	1.458	0.880	0.873
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.88%	7.22%	5.08%	2.48%	3.08%	3.98%
总资产收益率	2.85%	4.64%	2.58%	1.39%	1.67%	2.24%
投入资本收益率	2.78%	6.37%	3.28%	2.78%	3.07%	3.83%
增长率						
主营业务收入增长率	4.35%	26.03%	6.94%	-0.94%	6.42%	14.81%
EBIT增长率	-46.49%	156.90%	-32.88%	-19.51%	17.30%	22.99%
净利润增长率	-26.03%	97.31%	-27.04%	-49.87%	28.05%	34.57%
总资产增长率	-12.95%	21.44%	31.15%	-6.72%	6.22%	0.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.2	37.1	44.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	122.1	123.4	123.5	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	53.1	56.5	57.4	57.0	57.0	57.0
固定资产周转天数	154.8	199.2	205.9	249.0	255.1	203.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.42%	-9.23%	25.80%	13.58%	29.75%	20.76%
EBIT利息保障倍数	17.7	10.7	4.1	2.3	2.7	3.2
资产负债率	26.35%	35.62%	49.20%	44.16%	45.76%	43.85%

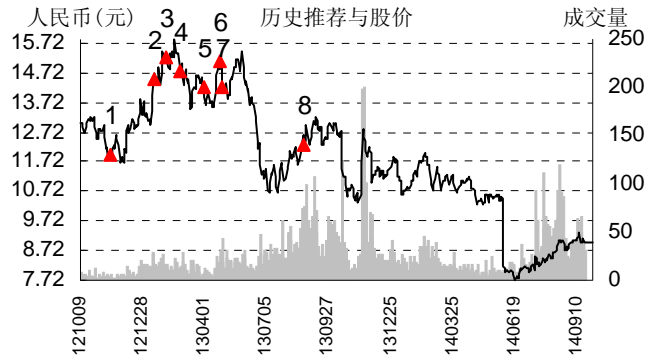
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	81	159	116	58	74	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	52	76	113	123	149	161
非经营收益	22	33	55	108	76	76
营运资金变动	-192	27	-68	166	-25	-65
经营活动现金净流	-37	294	216	455	275	272
资本开支	-306	-617	-906	-64	-599	0
投资	0	0	-21	-1	0	0
其他	0	-3	3	0	0	0
投资活动现金净流	-306	-620	-924	-65	-599	0
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-394	153	997	-311	155	-154
其他	-64	199	-35	-77	-76	-76
筹资活动现金净流	-458	352	962	-388	79	-230
现金净流量	-801	26	255	2	-245	42

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-11-18	买入	11.98	N/A
2	2013-01-17	买入	14.49	N/A
3	2013-01-31	买入	15.25	27.00 ~ 27.00
4	2013-02-27	买入	14.80	N/A
5	2013-03-29	买入	14.23	N/A
6	2013-04-24	买入	15.13	N/A
7	2013-04-26	买入	14.22	N/A
8	2013-08-23	增持	12.26	N/A

来源：国金证券研究所



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: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
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: 518000
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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD