

公司研究

新股研究

建议询价区间： 31-33 元

生活用纸龙头企业，将受益于行业集中度提升

——中顺洁柔(002511)新股研究

核心观点

申购建议：

公司是我国 A 股市场中第一家生活用纸生产和销售公司，与传统造纸企业有着明显不同，公司产品直接进入消费领域，公司产品属于快速消费品。我们认为公司估值水平应该高于传统造纸企业。从港股中的生活用纸公司来看，恒安国际、维达国际静态市盈率分别为 42.1 倍、23.7 倍。随着募投项目投产公司每股收益将会持续增长，因此我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间在 36-41 倍之间，对应合理股价为 31.3 元-35.7 元。建议申购价格区间为 31-33 元。

主要依据：

公司是我国第一家登陆 A 股的生活用纸上市公司。公司主营业务为中高端生活用纸的生产和销售，拥有“洁柔”和“太阳”两个国内生活用纸知名品牌，主要产品有卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等，属于国内生活用纸第一梯队成员。

软抽纸和手帕纸是公司未来重点发展的产品系列。近年来，软抽纸和手帕纸在公司收入中的占比逐年提升，2007 年该两类纸占比为 23.6%，到今年上半年该两类纸占比为 36.2%。并且，软抽纸和手帕纸毛利率相对较高，其比重提升有利于提升公司整体的毛利率水平。

人均消费量较低，未来市场发展空间大。2009 年我国人均生活用纸消费量为 3.14 千克，比世界平均水平低 23%，与欧美等发达国家的水平差距更大。随着居民收入水平提升以及生活习惯的改变，生活用纸发展空间巨大。

公司在行业中属于第一梯队。根据造纸协会生活用纸委员会统计，2009 年我国有生活用纸生产商 1140 家，其中有原纸生产环节的综合性企业 520 家，生活用纸行业集中度较低。公司与维达国际、恒安国际、金红叶纸业属于国内生活用纸行业第一梯队成员，产能在 15 万吨以上。按销售额计算，公司的市场占有率在 4% 左右。

募集资金主要投向于唐山、中山、江门三地新建项目，合计总投资为 7.90 亿元，产能分别为 4.73 万吨/年、6.61 万吨/年、4.66 万吨/年，合计新增产能 16 万吨。

基础数据

发行前总股本(万股)	12000.00
本次发行A股(万股)	4000.00
总资产(亿元)	14.79
每股净资产(元)	3.61
建议询价区间(元)	31-33元

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1,619	1,785	2,376	2,860
同比增速(%)	11.95%	10.27%	33.11%	20.37%
净利润(百万)	110	139	201	257
同比增速(%)	117.25%	25.72%	44.93%	27.64%
EPS(元)	0.69	0.87	1.26	1.61

研究员：汪立

电话：01084183136

Email：wangli@guodu.com

执业证书编号：S0940210060007

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。

1. 发行情况一览

公司拟发行 4000 万股，占发行后总股本的 25%。募集资金主要投向于唐山、中山、江门三地新建项目，合计总投资为 7.90 亿元，产能分别为 4.73 万吨/年、6.61 万吨/年、4.66 万吨/年，合计新增产能 16 万吨。

图表 1: 中顺洁柔发行情况一览

公司名称	中顺洁柔纸业股份有限公司
公司简称	中顺洁柔
发行地	深圳
发行日期	2010年11月15日
申购代码	002511
发行股数	发行4000万股，占发行后总股本的25%
发行方式	网下、网上结合
发行后总股本	1.6亿股
每股收益(2009)	0.92元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.69元
发行前每股净资产(2009)	3.61元

数据来源: 招股说明书

发行前，公司总股本为 1.2 亿股，本次拟发行 4000 万股，发行后总股本为 1.6 亿股，本次发行股份占发行后总股份的 25%，公司实际控制人为邓氏家族。

图表 2: 中顺洁柔发行前后股本情况一览

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	12000	100.00	12000	75.00
中顺集团	4810	40.08	4810	30.06
香港中顺	3436	28.63	3436	21.47
隆兴投资	1200	10.00	1200	7.50
佳畅贸易	664	5.53	664	4.15
中基投资	464	3.87	464	2.90
华明光源	361	3.01	361	2.26
益嘉贸易	317	2.64	317	1.98
亨茂贸易	291	2.42	291	1.82
加德信	255	2.13	255	1.60
新达投资	180	1.50	180	1.13
一帆投资	8	0.07	8	0.05
辉龙投资	8	0.07	8	0.05
裕龙投资	6	0.05	6	0.04
二、本次发行流通股	-	-	4000	25.00
合计	12000	100.00	16000	100.00

数据来源: 招股说明书

2. 国内生活用纸龙头企业

公司是我国第一家登陆 A 股的生活用纸上市公司。公司主营业务为中高档生活用

纸的生产和销售，拥有“洁柔”和“太阳”两个国内生活用纸知名品牌，主要产品有卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等，属于国内生活用纸第一梯队成员。

卷纸是公司的主导产品。近三年一期以来，卷纸在公司收入中的占比平均在 60%，是公司最主要的收入来源。

软抽纸和手帕纸是公司未来重点发展的产品系列。近年来，软抽纸和手帕纸在公司收入中的占比逐年提升，2007 年该两类纸占比为 23.6%，到今年上半年该两类纸占比为 36.2%。并且，软抽纸和手帕纸毛利率相对较高，其比重提升有利于提升公司整体的毛利率水平。2007-2009 年，公司销量分别为 12.33 万吨、13.17 万吨、15.43 万吨，逐年增长。

图表 3：公司收入构成

类别	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
卷纸	47,465	56.27	98,171	60.73	85,723	59.63	73,460	60.92
软抽纸	20,202	23.95	35,836	22.17	24,493	17.04	18,472	15.32
手帕纸	10,366	12.29	16,563	10.25	15,768	10.97	9,976	8.27
盒巾纸	2,977	3.53	7,409	4.58	8,461	5.89	8,645	7.17
其他	3,338	3.96	3,670	2.27	9,310	6.48	10,035	8.32
合计	84,348	100	161,650	100	143,754	100	120,588	100

数据来源：招股说明书

从毛利率来看，2009 年和今年上半年都处于较高水平，比前几年有较为明显的提升，特别是在金融危机期间，公司毛利率不减反增。从分产品情况来看，软抽纸和手帕纸毛利率水平最高，今年上半年分别为 38.4%、40.2%。

图表 4：各种产品毛利率一览

产品类别	2010H	2009	2008	2007
卷纸	29.02%	32.50%	20.99%	17.95%
软抽纸	38.43%	39.02%	29.86%	22.19%
手帕纸	40.24%	40.77%	30.70%	22.72%
盒巾纸	37.66%	38.35%	26.95%	20.16%
其他	32.37%	35.13%	23.49%	19.34%
合计	33.09%	35.12%	24.08%	19.27%

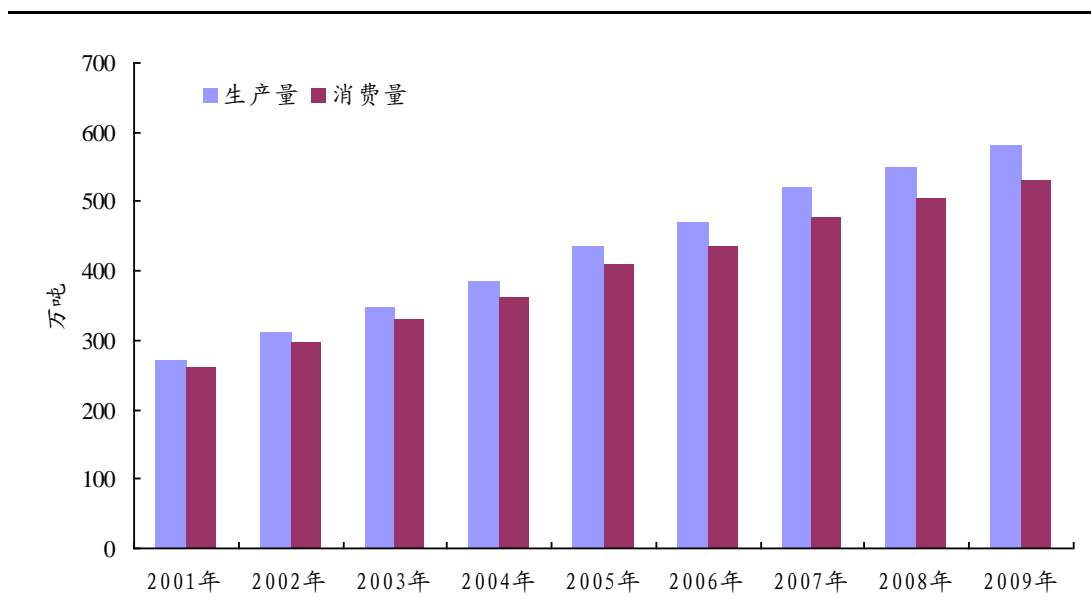
数据来源：招股说明书

3. 行业特点及公司地位

随着经济增长和人们生活水平的提高，我国生活用纸行业保持了持续增长势头，生活用纸年总产量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 479.1 万吨，年平均增长率为 10.83%；年总销售量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 461.9 万吨，年平均增长率为 10.62%。在 2008 年发生全球金融危机的情况下，我国生活用纸行业销售量仍保持了 9.29% 的增长速度，呈现出我国生活用纸消费刚性需求的特点。

人均消费量较低，未来市场发展空间大。2009 年我国人均生活用纸消费量为 3.14 千克，比世界平均水平低 23%，与欧美等发达国家的水平差距更大。随着居民收入水平提升以及生活习惯的改变，生活用纸发展空间巨大。

图表 5: 生活用纸生产和消费一览



数据来源: 中国造纸协会

公司在行业中属于第一梯队。根据造纸协会生活用纸委员会统计, 2009 年我国有生活用纸生产商 1140 家, 其中有原纸生产环节的综合性企业 520 家, 生活用纸行业集中度较低。公司与维达国际、恒安国际、金红叶纸业属于国内生活用纸行业第一梯队成员, 产能在 15 万吨以上。按销售额计算, 公司的市场占有率在 4% 左右。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入为 17.85 亿元、23.76 亿元、28.6 亿元, 分别同比增长 10.3%、33.1%、20.4%; 实现归属母公司所有者净利润分别为 1.39 亿元、2.01 亿元、1.57 亿元, 分别同比增长 25.7%、44.9%、27.6%; 实现按照发行后股本摊薄的每股收益分别为 0.87 元、1.26 元、1.61 元。根据我们的假设, 到 2012 年公司新增产能仍未完全释放, 2013 年公司有效产能仍将会有较大幅度提升。

图表 6: 公司盈利预测

单位: 万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	161,869	178,500	237,600	286,000
营业收入	161,869	178,500	237,600	286,000
二、营业总成本	146,952	159,566	210,726	252,294
营业成本	105,124	121,737	163,231	195,910
营业税金及附加	711	714	950	1,144
销售费用	29,548	24,990	33,264	40,040
管理费用	8,218	8,925	11,880	14,300
财务费用	3,231	3,200	1,400	900
资产减值损失	120	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
三、营业利润	14,917	18,934	26,874	33,706
加: 营业外收入	605	500	0	0
减: 营业外支出	107	200	0	0
四、利润总额	15,415	19,234	26,874	33,706
减: 所得税	2,569	3,270	4,569	5,730
五、净利润	12,845	15,964	22,306	27,976
减: 少数股东损益	1,801	2,080	2,184	2,293
归属于母公司所有者的净利润	11,044	13,884	20,122	25,683
六、每股收益 (发行后股本摊薄, 元)	0.69	0.87	1.26	1.61

数据来源: 国都证券研究所

4.2 公司合理价位为 31.3-35.7 元

公司是我国 A 股市场中第一个生活用纸生产和销售公司, 与传统造纸企业有着明显不同, 公司产品直接进入消费领域, 公司产品属于快速消费品行列。我们认为公司估值水平应该高于传统造纸企业。

从港股中的生活用纸公司来看, 恒安国际、维达国际静态市盈率分别为 42.1 倍、23.7 倍。随着募投项目投产公司每股收益将会持续增长, 因此我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间在 36-41 倍之间, 对应合理股价为 31.3 元-35.7 元。建议申购价格价格区间为 31-33 元。

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±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
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			