

2010年12月20日

中顺洁柔

资本平台助力公司业绩增长

A
未有评级

002511.SZ - 人民币 43.95

中顺洁柔主要从事高档生活用纸的生产和销售。2009年公司销售各类生活用纸15.43万吨,市场占有率为3.89%,排名第四,仅次于在香港上市的维达国际、恒安国际和金红叶纸业。公司是A股首家生活品用纸上市公司,拥有强大品牌和渠道优势。今年公司IPO融资15.2亿元,将募投7.9亿元于3条生产线,共计17万吨产能。2012年全部建成后,总产能将达到34.8万吨,产能实现翻番。同时不排除公司利用超募资金7亿元进一步资本运作的可能。我们看好公司未来发展,业绩增长值得期待。

陈恬*

(8610) 6622 9360

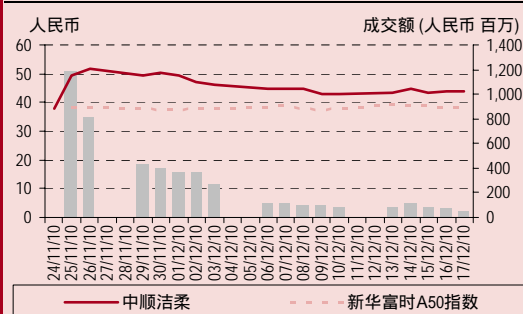
Tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

主要发现

- 由于生活用纸产品单位价值及体积原因,其销售半径一般为400公里左右。因此,生产布局是增强产品竞争力的重要手段。中顺洁柔五大生产基地,分别为广东中山、广东江门、四川成都、浙江嘉兴和湖北孝感,产品影响网络覆盖全国。
- 经销商渠道是中顺洁柔最重要的销售渠道,公司全国一级经销商692个,营销网络覆盖全国大部分地(县)级城市。近三年,经销商渠道销售收入占公司总收入的比重在80%左右。
- 中顺洁柔的直销模式针对于大型连锁超市。卖场直销也是公司未来重点发展的方向。在近三年直销占销售总收入的比重为20%左右。公司的卖场直销客户主要有沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐购、麦德龙和华润万家等。其对应的销售费用主要有条码费、促销费、庆祝费等。
- 中顺洁柔的商销客户主要是中石化、中石油、中国移动和建设银行。商销客户的销售模式为定制生产。
- 近三年,公司出口占收入比重约5%-7%。海外销售主要针对香港、澳门、日本以及东南亚地区。
- 中顺洁柔拥有完备的产品开发体系,研发部门具备较强的自主研发能力和优秀的产品配方工艺,技术实力在行业中处于领先。公司是目前国内唯一同时能生产可湿水系列和柔系列生活用纸产品的企业。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	-	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	-	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,758
3个月日均交易额(人民币 百万)	265
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中顺集团和香港中顺	51.53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	1,445.96	1,618.69	1,784.74	2,111.01	2,796.58
变动(%)	17	12	10	18	32
净利润(人民币百万)	50.84	110.44	139.88	171.78	227.54
全面摊薄每股收益(人民币)	0.4236	0.9203	0.8742	1.0736	1.4221
变动(%)	24.9	117.3	26.7	22.8	32.5
全面摊薄市盈率(倍)	103.64	47.70	50.22	40.89	30.87
每股现金流量(人民币)	1.05	1.83	0.97	0.92	0.96

资料来源: 公司数据及万得

*项晓晓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

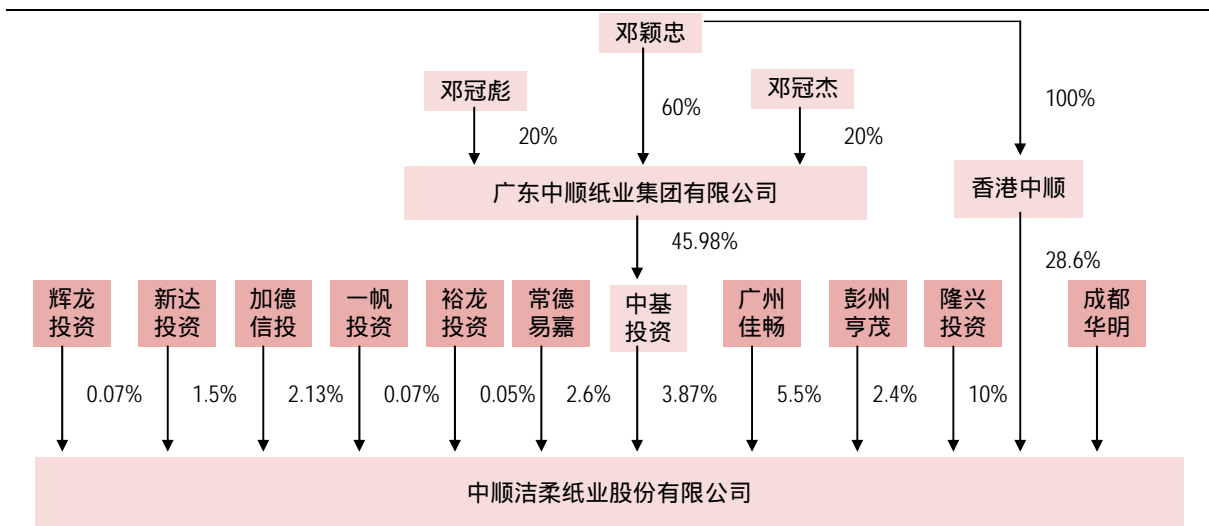
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司概况

中顺洁柔股份有限公司是由中山市中顺纸业制造有限公司整体变更设立而来的，公司主要从事高档生活用纸的生产和销售，是我国四家全国性的生活用纸制造企业之一。2009年公司销售各类生活用纸 15.43 万吨，市场占有率为 3.89%，排名第四，仅次于在香港上市的**维达国际**(3331.HK/港币 8.30, 买入)、**恒安国际**(1044.HK/港币 66.85, 持有)和金红叶纸业。公司总部设在广东省中山市，全国拥有广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感和四川成都五大生产基地，分别覆盖华南、华东、华中和西南四大区域。

公司本次发行前股本为 12,000 万股，第一大股东为广东中顺纸业，持有公司 40.08% 的股份，本次发行 4,000 万股，发行后总股本为 16,000 万股。公司的实际控制人为邓颖忠等父子三人，他们通过广州中顺纸业、香港中顺和中基投资直接或间接持有公司发行前股本的 72.58%，本次发行后仍合计持有公司 54.43% 的股份。

图表 2. 股权结构图



资料来源：招股说明书，中银国际研究

生活用纸行业品牌制造商众多，行业集中度较低。2006 年排名前 15 位的制造商（销售额 2 亿元以上）约占总销售额的 30%。全国性品牌主要有维达集团旗下的“维达”；恒安集团旗下的“心相印”；金红叶纸业旗下的“唯洁雅”、“清风”；金佰利纸业旗下的“舒洁”；永丰余旗下的“五月花”；中顺纸业旗下的“洁柔”等等。其中外资品牌占据半壁江山，如金红叶、金佰利、王子妮飘，上海潜力等。中顺洁柔位居行业第四，属于生活用纸第一梯队。

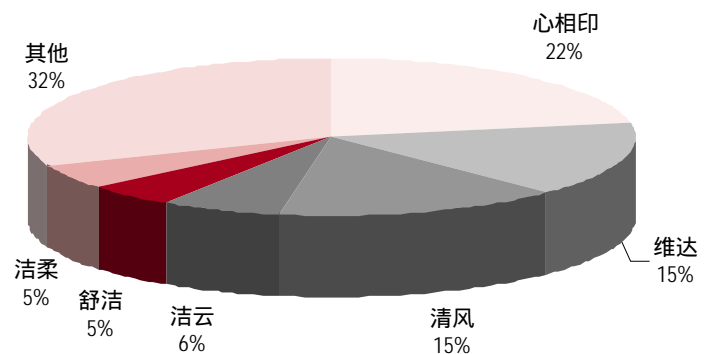
图表 3.行业产能概况

名次	企业	品牌	产能（千吨）
1	恒安纸业有限公司	心相印、柔影	420
2	维达纸业集团有限公司	维达、花之韵	320
3	金红叶纸业（中国）有限公司	唯洁雅、清风、真真	422
4	中顺纸业	洁柔、C&S、太阳	186
5	上海东冠集团	洁云、丝柔	85.6
6	上海金佰利纸业有限公司	舒洁、Kleenex	72.5
7	永丰余家品（昆山）有限公司	五月花	67
8	东莞白天鹅纸业有限公司	贝柔	50
9	宁夏美洁纸业股份有限公司	美洁、滩羊、双喜	140
10	广西贵糖（集团）&广西洁宝纸业	纯点、碧绿湾、碟恋花、洁宝	83

资料来源：公司招股书

中国生活用纸行业排名前四位的企业分别是恒安国际、金红叶纸业、维达国际和中顺洁柔。截至 2009 年底，中顺洁柔生活用纸年生产能力为 17.8 万吨，产量 15.87 万吨。按照销售额计算，公司 2009 年市场占有率 3.89%。

图表 4.2009 年品牌市场占有率



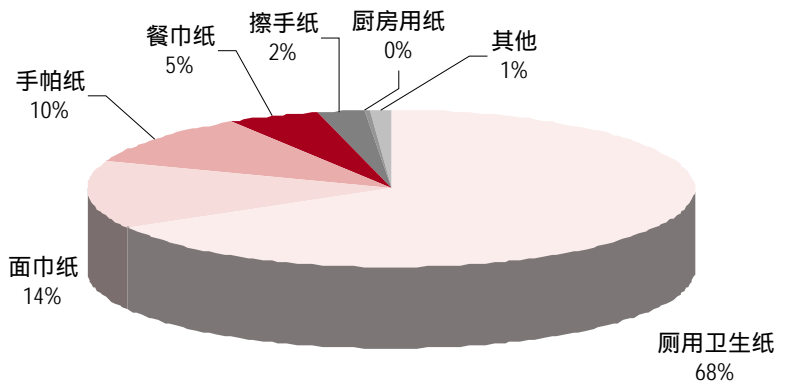
资料来源：招股说明书，中银国际研究

公司产品主要有 4 大类，分别为卷纸、软抽纸、手帕纸和盒巾纸。其中后三种为高毛利产品。2009 年，公司卷纸、软抽纸、手帕纸和盒巾纸的毛利率分别为 32.5%、39%、40.8%和 38.4%。此外还有少量其他产品，主要为餐巾纸、小盘纸和擦手纸等。

卷纸是公司的主导产品。2008 年度及 2009 年度，卷纸销售收入的年增长率分别为 16.69%、14.52%。而卷纸实现的主营业务收入占公司主营业务收入的 60%左右，占比较高。

软抽纸和手帕纸是公司未来重点发展的产品系列。软抽纸和手帕纸的毛利率水平相对较高，其使用便利和舒适的特点也逐步取代传统纸类产品。

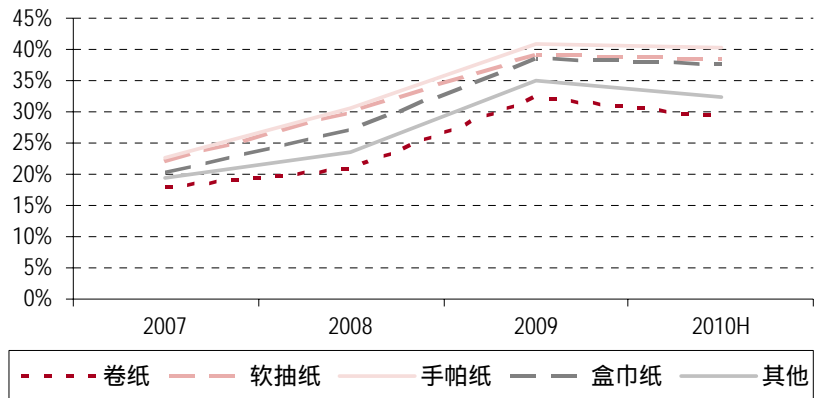
图表 5.2010 半年报公司收入构成



资料来源：招股说明书，中银国际研究

软抽纸和手帕纸实现的主营业务收入占公司主营业务收入的比重从 2007 年度的 23.59% 上升到 2010 年 1-6 月的 36.24%，增长迅速，已经成为公司增长最快和最具增长潜力的产品。其中“洁柔”“C&S”和“太阳”是中顺洁柔的明星品牌。“洁柔”是中国知名的纸巾品牌之一。据公司招股书，“洁柔”品牌纸巾销量占全国品牌产品销量的 5.1%，尤其中南地区占比较高，达到 17.46%。“太阳”是公司的中档品牌，主要在华南市场销售。公司高毛利产品比重稳中有升。

图表 6. 公司产品毛利率状况

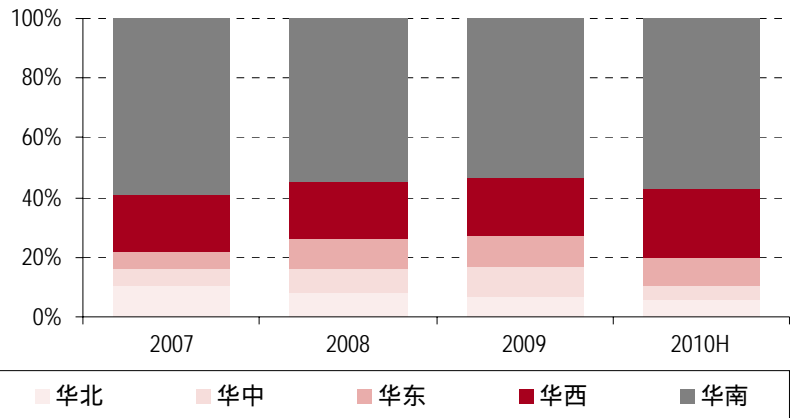


资料来源：招股说明书，中银国际研究

盒巾纸由于产品包装成本较高，使得产品销售价格相对较高。其他类产品主要包括小盘纸、擦手纸、餐巾纸和钱夹纸等。盒巾纸及其他类产品销售收入逐年降低。

公司竞争优势

1. 全国性布局：生活用纸产品一方面单位价值较低，而另一方面体积却较大。因此其销售半径一般为 400 公里左右。在这种短腿工业模式下，制造商生产布局是增强产品竞争力的最重要手段。中顺洁柔五大生产基地，分别为广东中山、广东江门、四川成都、浙江嘉兴和湖北孝感，产品影响网络覆盖全国。广东中山和广东江门两基地负责华南市场，主要覆盖珠三角经济圈；四川成都基地负责西南市场，覆盖四川人口稠密地区；浙江嘉兴基地负责华东市场，覆盖长三角繁荣经济圈；湖北孝感基地负责市场集中度较低的华中市场。

图表 7. 公司各大区销售收入比重


资料来源：招股说明书，中银国际研究

公司 IPO 融资 15.2 亿元，将募投 7.9 亿元于 3 条生产线，共计 17 万吨产能。2012 年全部建成后，我们预计总产能将达到 34.8 万吨，产能实现翻番。募集资金将用于原有华南市场的巩固以及华北市场的开拓。三个项目分别是中山 7 万吨、江门 5 万吨和唐山 5 万吨生活用纸生产线。

图表 8. IPO 募投后产能变化情况

生产基地	2009 年产能 (万吨)	募投新增产 能(万吨)	达产后产能 (万吨)	产能增幅(%)	建设期
中山基地	4.1	7	11.1	170.73	2 年
江门基地	4.7	5	9.7	106.38	2 年
唐山基地	Na.	5	5	Na.	2 年
浙江基地	2.8	Na.	2.8	Na.	Na.
四川基地	4.5	Na.	4.5	Na.	Na.
湖北基地	2.5	Na.	2.5	Na.	Na.
合计	18.6	17	35.6	91.40%	2 年

资料来源：公司招股书

图表 9. IPO 募投产能明细

生产基地	总产能(吨)	卷纸(吨)	盒巾纸(吨)	手帕纸(吨)	软抽纸(吨)
中山基地	66,173	35,933	3,360	13,440	13,440
江门基地	46,600	46,600	Na.	Na.	Na.
唐山基地	47,253	26,133	1,440	5,760	13,920
总计	160,026	108,666	4,800	19,200	27,360

资料来源：公司招股书

2. 广阔营销渠道：公司销售主要通过三种渠道：经销商、直营卖场和商销客户。截至 2010 年 6 月底，公司经销商个数 692 个，直营卖场个数 22 个，商销客户 149 个，三种渠道占销售收入的比重分别为 84.6%、14.35%和 0.62%

图表 10.全国性营销网络



资料来源：公司招股书

经销商渠道是中顺洁柔最重要的销售渠道，公司全国一级经销商 692 个，营销网络覆盖全国大部分地（县）级城市。近三年，经销商渠道销售收入占公司总收入的比重在 80% 左右。中顺洁柔建立经销商考核制度，与其签订年度经销合同，通过价格折扣和一次性返利、季度返利等奖励政策激励经销商市场开拓。

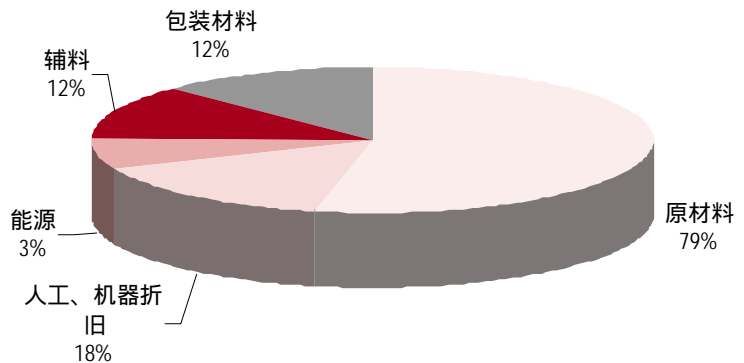
中顺洁柔的直销模式针对于大型连锁超市。卖场直销也是公司未来重点发展的方向。在近三年直销占销售总收入的比重为 20% 左右。公司的卖场直销客户主要有沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐购、麦德龙和华润万家等。其对应的销售费用主要有条码费、促销费等。

另一方面，中顺洁柔重点拓展商销客户，目前主要客户是中石化、中石油、中国移动和建设银行。商销客户的销售模式为定制生产。海外营销方面，近三年公司出口占收入比重约 5%-7%。海外销售主要针对香港、澳门、日本以及东南亚地区。

成本分析

公司产品的主要原材料是纸浆、包装材料和辅料等。其中纸浆占生产成本近60%。2009年，木浆、包装材料、辅料、电力能源和人工及其它成本分别占到总成本的53.4%、12.4%、12.4%、7%和14.9%。与其他成本相比，木浆价格波动较大，因此成为成本控制的重要因素。

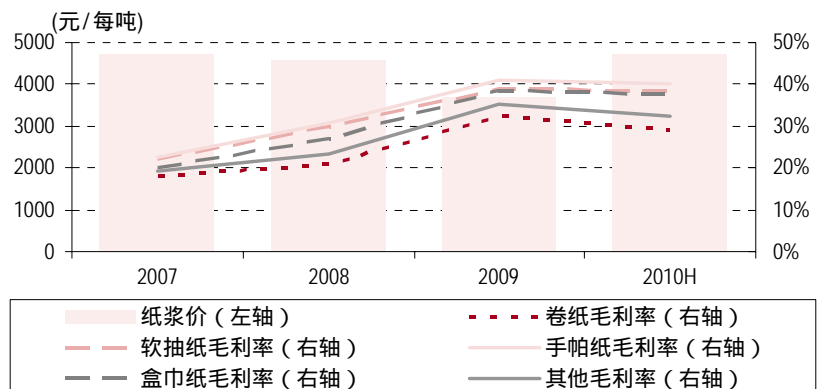
图表 11.成本构成



资料来源：招股说明书，中银国际研究

2009年，由于木浆采购价格大幅下跌，导致木浆成本占比从2008年的58.5%下降至53.4%。随着2010年木浆采购价格回升，预计未来木浆成本占比将至55%-60%。

图表 12.成本与毛利率分析



资料来源：招股说明书，中银国际研究

初步结论

中顺洁柔是 A 股首家生活品用纸上市公司，拥有强大品牌和渠道优势。作为生活用纸第一梯队企业，公司的产品结构、技术水平和市场份额都处于国内领先，而且一直处在不断提升和发展的阶段，我们看好中顺洁柔未来长期发展。但目前根据市场平均预测，公司 2010、2011 及 2012 年的每股收益分别为 0.87 元、1.07 元、1.42 元，公司目前股价为 43.90 元，相当于预测 2011 年市盈率为 41 倍，估值吸引力不大。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371