

公司研究

公司投资价值分析

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 日用品领域新贵, 进入快速成长期

——中顺洁柔(002511)公司投资价值分析

## 核心观点

**公司属于快速消费品行业。**公司与原有A股造纸上市公司在产品属性、营销渠道、盈利能力等各个方面都有显著不同,公司是目前A股中唯一产品直接面对消费者的造纸上市公司。公司产品属于快速消费品,具有较强的抗周期能力,08年金融危机以来,公司盈利能力不仅没有下降反而大幅提升。公司主要产品包括卷纸、软抽纸、手帕纸、盒巾纸等,其中卷纸占比超过一半。公司属于国内生活用纸第一梯队,公司产能居第四位(公司年产能18.6万吨),“洁柔”属于中国名牌产品(国内仅3个),“太阳”、“洁柔”均为国内驰名商标。

**生活用纸行业仍是朝阳产业。**2009年我国人均生活用纸年消费量仅为3.14千克,明显低于世界平均4.1千克的水平,与发达国家的水平差距更大(美国、加拿大20千克以上,西欧、日本15千克)。从区域来看,京沪两地生活用纸人均消费量在9千克左右,广东省人均用量也已经超过6千克,而部分地区仅有1千克左右。随着居民生活水平提高、城镇化率提升、产品结构升级、出口增长,行业仍然有较大的增长空间。

**行业龙头公司市场占有率将持续提升。**随着国家造纸产业政策实施,对行业节能环保要求提升,持续淘汰落后产能,行业集中度必然会持续提升。从产能投放来看,恒安国际、维达国际、中顺洁柔目前的产能规模为98.6万吨,预计到2012年合计产能将达到172.6万吨,比当前增长75.1%,将会远高于行业增速,龙头公司的市场占有率将会持续提升。

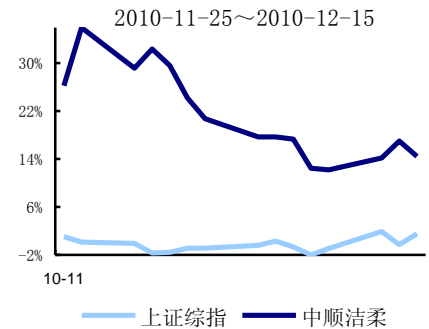
**公司进入快速成长期。**2007-2009年公司盈利快速增长,但是公司产能增长还是慢于其他几个龙头公司,公司较高的资产负债率(上市前为66%)凸显公司对于资金的渴求,这也是导致公司前几年产能扩张较慢的主要原因。随着公司完成A股首发,公司募集资金净额高达14.52亿元,为公司产能快速增长奠定了基础。公司募投项目达产后,公司产能接近翻倍,公司营业收入和净利润都将有翻番的可能。

**维持公司“推荐-A”投资评级。**公司募投项目产能的完全释放要到2013年,预计2010-2012年每股收益为0.81元、1.05元、1.60元,对应动态市盈率为54.9倍、42.3倍、27.6倍。2011-2012年公司动态市盈率都略低于日用品行业平均水平,公司市销率更是明显低于平均水平(比平均低34.4%),公司完成增发后市净率也仅有3.4倍,比行业平均低29.4%。综合考虑,我们维持公司“推荐-A”投资评级。

## 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1,619	1,756	2,162	2,998
同比增速(%)	11.95%	8.49%	23.10%	38.67%
净利润(百万)	110	129	167	257
同比增速(%)	117.25%	16.78%	29.73%	53.44%
EPS(元)	0.69	0.81	1.05	1.60
P/E	64.11	54.89	42.32	27.58

## 股价走势图



## 基础数据

总股本(万股)	16000.00
流通A股(万股)	3200.00
52周内股价区间(元)	42.02-54.99
总市值(亿元)	73.58
总资产(亿元)	14.79
每股净资产(元)	12.99

## 相关报告

- 《“十二五”行业主题: 增长与结构调整——2011年造纸行业投资策略报告》 2010-12-1
- 《造纸行业: 三季度业绩处于阶段性低点, 将受益于景气回升和人民币升值——造纸行业季报综述及展望》 2010-11-3
- 《国都证券-行业研究-行业回顾与展望-轻工制造: 盈利仍有改善空间, 铜版纸行业存隐忧》 2010-05-10

## 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。

## 目 录

<b>1. 中顺洁柔——A 股首家生活用纸上市公司</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司简介 .....	4
1.2 卷纸和软抽纸是公司主要产品 .....	4
1.3 收入增速快于产量增速——涨价是主要原因 .....	5
1.4 净利润在 09 年爆发增长 .....	6
<b>2. 生活用纸行业仍然是朝阳行业</b> .....	<b>6</b>
2.1 生活用纸属于快速消费品 .....	6
2.2 生活用纸行业增速好于整个行业，未来依旧空间巨大 .....	7
2.3 结构分析——低端份额偏高，高端产品空间大 .....	8
2.4 产品升级为高端产品带来机会 .....	9
2.5 未来经济落后地区增长空间更大 .....	9
2.6 城市化率提升推动生活用纸消费增长 .....	10
2.7 行业集中度提升利好龙头企业 .....	10
<b>3. 公司盈利提升空间大，龙头公司处于快速扩张期</b> .....	<b>11</b>
3.1 规模与前三大公司依然有较大差距 .....	11
3.2 国际金融危机反成为行业利好 .....	11
3.3 公司净利润率相对较低，提升空间大 .....	12
3.4 龙头公司依然处于快速扩张期 .....	14
<b>4. 与传统造纸企业对比</b> .....	<b>14</b>
4.1 产品属性不同 .....	14
4.2 产品属性决定营销模式不同 .....	14
4.3 盈利能力高，抗周期性強 .....	15
<b>5. 公司发展优势分析</b> .....	<b>15</b>
5.1 较强的市场定价能力 .....	15
5.2 经销商和直营卖场是公司最主要的销售渠道 .....	16
5.3.全国性的生产基地布局有利于降低运输成本 .....	17
5.4 市场开拓：巩固华南，布局华北 .....	17
5.5 金融危机带来的毛利率提升机遇 .....	18
5.5 随着规模提升，期间费用率有望下降 .....	19
5.6 子公司所得税减免政策期结束影响不大 .....	21
5.7 募投项目投产后公司将实现跨越式发展 .....	22
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图表 1: 公司架构图 .....	4
图表 2: 历年产量情况 .....	5
图表 3: 历年销量情况 .....	5
图表 4: 洁柔系列产品 .....	5
图表 5: 太阳系列产品 .....	5
图表 6: 2009 年营业收入较 2007 年增长 34% .....	6
图表 7: 纸价整体保持上涨趋势 .....	6
图表 8: 09 年净利润爆发增长 .....	6
图表 9: 09 年毛利率大幅提升 .....	6
图表 10: 快速消费品行业分类 .....	7
图表 11: 生活用纸生产与消费增长一览 .....	7
图表 12: 近年我国生活用纸出口量持续增长 .....	7
图表 13: 销售额增长受益于消费量和价格同时增长 .....	8
图表 14: 2009 年国内生活用纸构成 .....	8
图表 15: 高档产品占比依旧不高 .....	9
图表 16: 各区域生活用纸销售份额 .....	10
图表 17: 城市化率不断提升 .....	10
图表 18: 2009 年综合排序前 15 大公司品牌与产能情况一览 .....	11
图表 19: 公司毛利率水平与维达国际基本一致 .....	12
图表 20: 恒安国际产品结构 (按收入划分) .....	12
图表 21: 维达国际产品结构 (按收入划分) .....	12
图表 22: 中顺洁柔产品结构 (按收入划分) .....	12
图表 23: 公司净利润率相对较低 .....	13
图表 24: 公司期间费用率明显偏高 .....	13
图表 25: 公司销售费用率明显高于维达国际 .....	13
图表 26: 公司管理费用率略低于维达国际 .....	13
图表 27: 公司财务费用率略高于维达国际 .....	13
图表 28: 所得税率低于维达国际 .....	13
图表 29: 主要公司产能一览 .....	14
图表 30: 我国城镇和农村人均支出 .....	15
图表 31: 公司销售渠道 .....	16
图表 32: 中顺洁柔销售渠道种类分布 .....	16
图表 33: 各种销售渠道占比 (按销售额划分) .....	16
图表 34: 公司生产基地的分布 .....	17
图表 35: 华南是公司主要销售区域 .....	17
图表 36: 公司在中南地区市场占有率达到 20% .....	17
图表 37: 主要原料在成本中的占比 .....	18
图表 38: 历年木浆消耗量及单位价格 .....	18
图表 39: 木浆价格变化对公司毛利率敏感性分析 .....	18
图表 40: 我国进口木浆价格一览 .....	19
图表 41: 公司期间费用及构成 .....	20
图表 42: 公司主要销售费用一览 .....	20
图表 43: 主要部分对销售费用增长的贡献 .....	20
图表 44: 毛利率与销售费用之差稳步提升 .....	21
图表 45: 公司实际所得税税率 .....	22
图表 46: 所得税优惠总额在净利润中占比逐年下降 .....	22
图表 47: 子公司享受所得税优惠一览 .....	22
图表 48: 募投项目投产后公司产能接近翻番 .....	22
图表 49: 招股书对募投项目盈利的预测 .....	23
图表 50: 日用品主要公司估值一览 .....	24
图表 51: 中顺洁柔盈利预测 .....	24

# 1. 中顺洁柔——A 股首家生活用纸上市公司

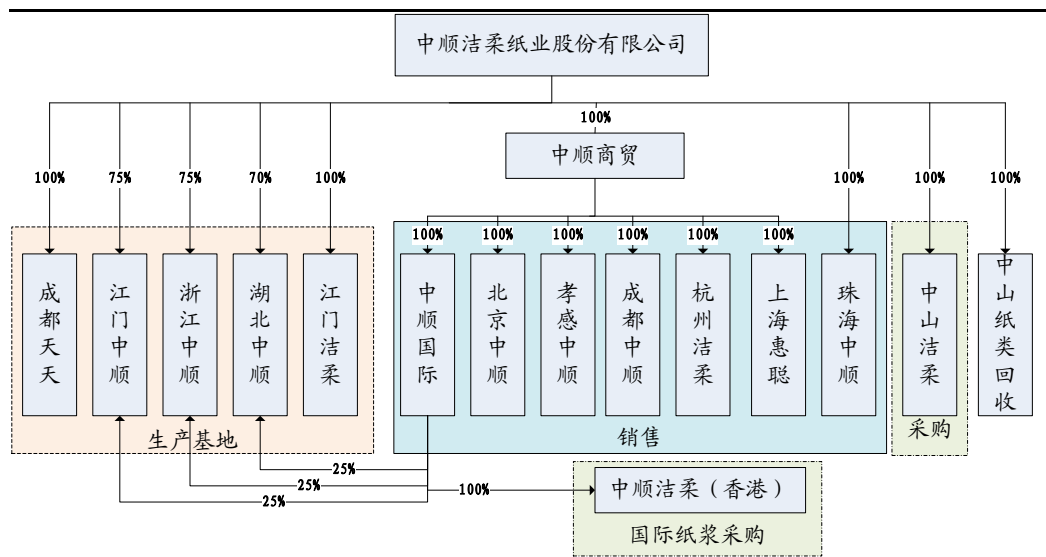
## 1.1 公司简介

1999 年 5 月底，中顺纸业成立，2008 年底中顺纸业整体变更为中顺洁柔。中顺洁柔是一家集研究、开发、生产、销售为一体的现代生活用纸企业，公司主要产品有卷纸、软抽纸、手帕纸、盒巾纸等，经过十余年的发展，公司目前在国内生活用纸行业名列前茅，产能排在第四位，并于 2010 年 11 月 25 日登陆 A 股。

公司拥有广东中山、江门、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山（募投项目新建）六大生产基地，09 年公司产销均超过 15 万吨。销售网络辐射华东、华南、华西、华北和华中五大区域，并且远销香港、澳门、澳大利亚、日本、中东和东南亚等国家和地区。目前国内生活用纸行业 3 个中国名牌产品，公司“洁柔”名列其中，四个驰名商标中“洁柔”、“太阳”占了两个。

在公司子公司中，其中公司本部（中山）、成都天天、江门中顺、浙江中顺、湖北中顺、江门洁柔（IPO 募投项目实施主体之一）为公司的主要生产基地。从资产规模来看，江门中顺规模最大，总资产达到 5.34 亿元，成都天天、浙江中顺、湖北中顺、江门洁柔总资产规模分别为 2.73 亿、1.73 亿、1.46 亿、0.97 亿。

图表 1: 公司架构图



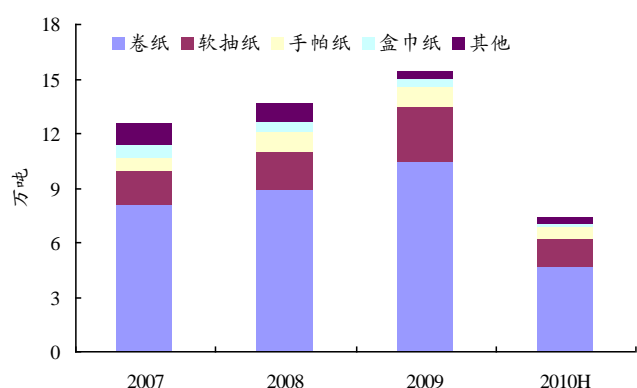
资料来源：国都证券研究所

## 1.2 卷纸和软抽纸是公司主要产品

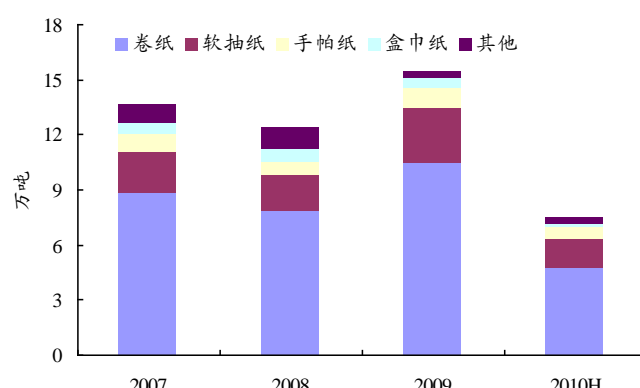
从产销情况来看，近年来产销率一直高于 96%，但是近年来产销量增速都比较慢，2009 年产量较 2007 年增长 22.5%，销量增长相对更低，2009 年仅比 2007 年增长 13.2%。

从产品结构来看，卷纸是公司最主要的产品，产销占比都在 63%以上，从趋势来看，近年公司卷纸占比略有提升，2009 年达到 67.8%，比 2007 年提升了 4 个百分点，近年上半年为 63.3%，有所下降。软抽纸近年来占比持续提升，2007 年占比仅有 15%，到今年上半年占比达到 21.5%，提升了 6.5 个百分点。卷纸和软抽纸合计占公司产销量的 85%左右，是公司最主要的产品。

图表 2: 历年产量情况



图表 3: 历年销量情况



图表 4: 洁柔系列产品



图表 5: 太阳系列产品



数据来源: 招股说明书

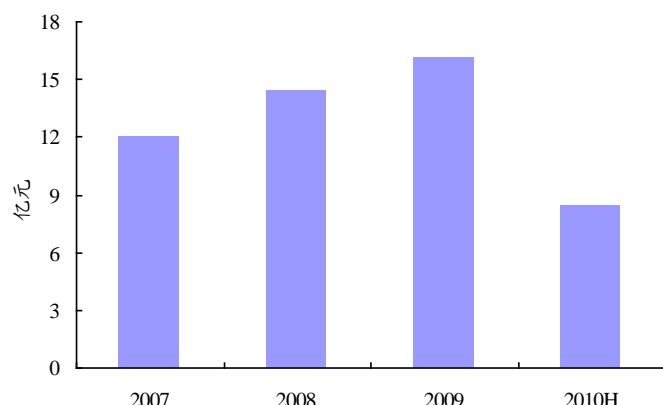
### 1.3 收入增速快于产量增速——涨价是主要原因

虽然经历 2008 年的国际金融危机, 公司营业收入保持持续增长。2009 年公司实现营业收入 16.2 亿元, 比 2007 年增长了 34.1%, 而同期公司的销量仅增长 22.5%, 收入增幅明显快于销量增长, 主要原因是由于销售单价的上涨。

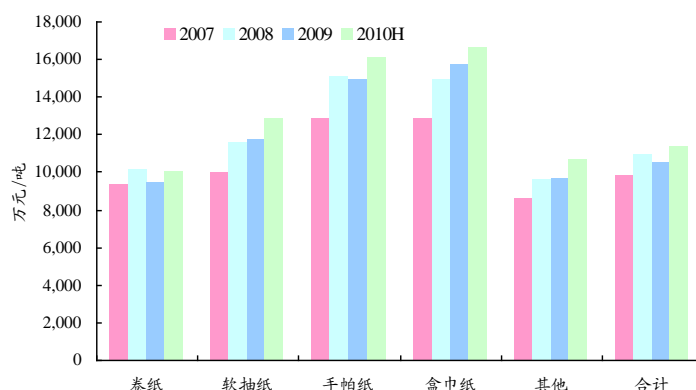
2007 年公司产品销售单价为 9777 元/吨, 2008 年为 10919 元/吨, 涨幅为 11.7%, 2009 年为 10478 元/吨, 比 08 年低 4.0%, 但是整体来看 09 年比 07 年仍有 7.2% 的增长。整体售价的增长是导致公司收入增速快于销量增速的主要原因。

2007-2009 年间, 整个公司产品售价提升 7.2%, 其中涨幅最大为盒巾纸 (21.7%), 其次是软抽纸 (17.4%), 手帕纸售价的涨幅为 16.1%, 涨幅最小的是卷纸, 涨幅仅有 1.0%。近年来, 公司也力图提升高档品种如软抽纸等产品的比重, 高价产品比重的提升必然带动公司平均售价提升。

图表 6: 2009 年营业收入较 2007 年增长 34%



图表 7: 纸价整体保持上涨趋势

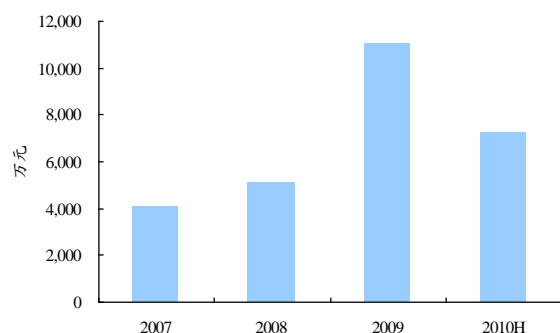


数据来源: 国都证券研究所

## 1.4 净利润在 09 年爆发增长

2009 年公司净利润爆发式增长, 当年实现归属母公司所有者净利润 1.1 亿元, 比 2007 年增长 172.5%。公司净利润的大幅增长得益于毛利率的大幅提升, 09 年公司毛利率达到 35.1%, 比 08 年提升了 11 个百分点, 毛利率的提升得益于进口木浆成本的大幅下降, 09 年公司木浆成本比 08 年下降 25.9%, 同期公司纸价仅下跌 4.0%, 所以公司毛利率水平大幅提升, 从而带动盈利大幅增加。

图表 8: 09 年净利润爆发增长



图表 9: 09 年毛利率大幅提升



数据来源: 招股说明书

## 2. 生活用纸行业仍然是朝阳行业

生活用纸是当前唯一直接供消费者直接使用的纸种, 主要包括厕所用卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、擦手纸等。其中, 目前厕所用卫生纸在生活用纸中占比最高 (67%), 近年来纸巾纸 (手帕纸、软抽纸、盒抽纸等) 增长迅速。

随着居民收入水平提升、城市化率提升、卫生习惯改善, 我国生活用纸消费仍将有很大增长空间。特别是随着行业集中度提升、产品结构升级、淘汰落后产能, 行业龙头公司的拓展空间更加广阔。

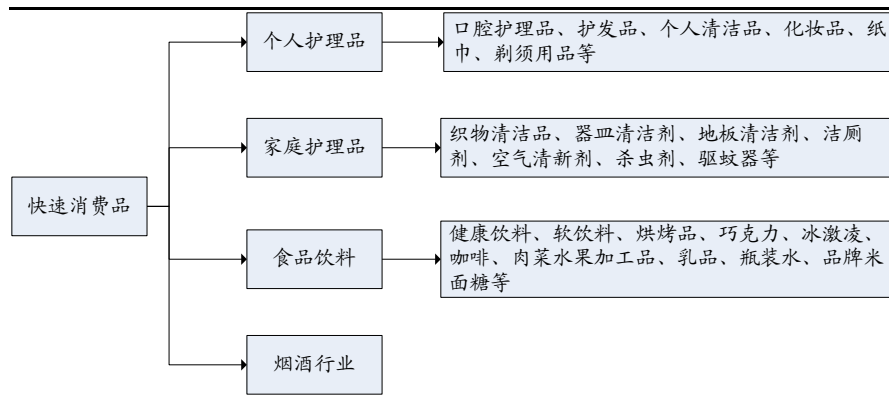
### 2.1 生活用纸属于快速消费品

生活用纸被普遍认为是日常必需的快速消费品 (FMCG, Fast Moving Consumer

Goods)，具有产品周转周期短、进入市场的通路短而宽等特点。快速消费品属于冲动购买产品，即兴的采购决策，对周围众多人的建议不敏感，取决于个人偏好、类似的产品不需比较，产品的外观/包装、广告促销、价格、销售点等对销售起着重要作用。

快速消费品受经济波动影响较小。经济强势时，消费量快速增长；但是经济弱势时，也不会导致消费量的大幅下降，因此具有较强的抗周期性。

图表 10: 快速消费品行业分类



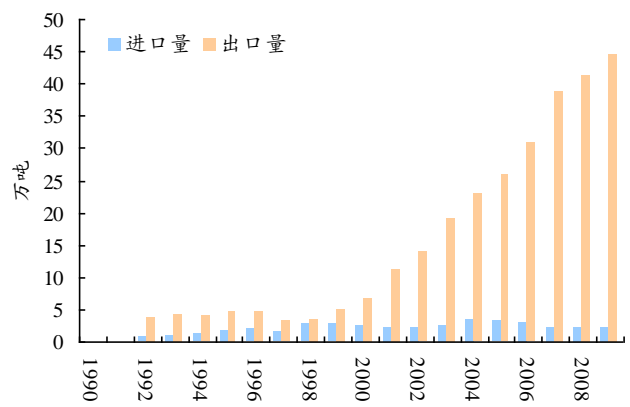
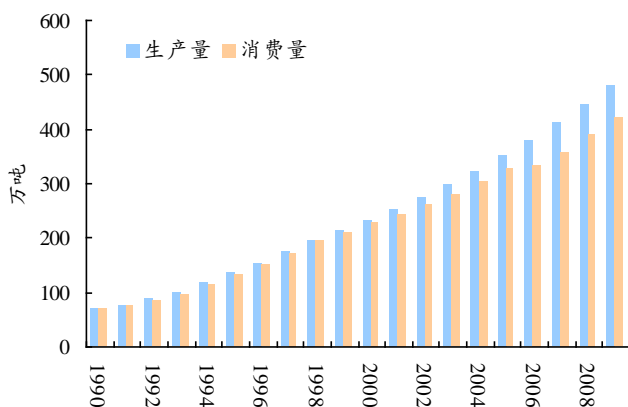
资料来源：国都证券研究所

## 2.2 生活用纸行业增速好于整个行业，未来依旧空间巨大

近年来，我国生活用纸行业快速发展。1990 年，我国生活用纸产量和消费量仅有 67.89 万吨，而到 2009 年分别达到 479.1 万吨、443.7 万吨，分别增长了 6.1 倍、5.2 倍。同期整个造纸行业产量与消费量分别增长 5.3 倍和 4.9 倍，近 20 年来生活用纸行业增速明显快于整个行业。

图表 11: 生活用纸生产与消费增长一览

图表 12: 近年我国生活用纸出口量持续增长



数据来源：中国生活用纸年鉴（90、91 年未统计进出口量）

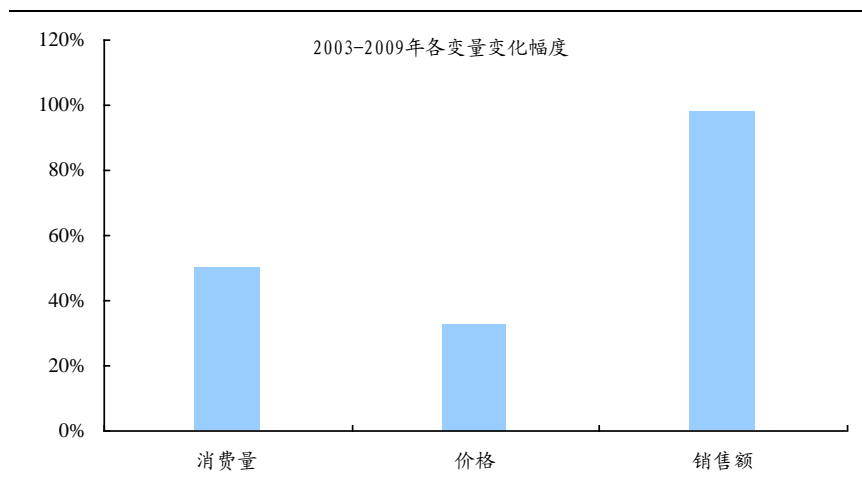
虽然目前我国生活用纸消费量仅次于北美和西欧地区，但是由于人口众多，2009 年我国人均生活用纸用量为 3.14 千克，明显低于世界平均 4.1 千克的水平，与发达国家的水平差距更大（美国、加拿大 20 千克以上，西欧、日本 15 千克）。随着国内经济发展和城市化水平提升，居民收入水平提升，市场需求将会继续快速增长。

除了国内消费量的快速增长，出口增长也为行业增长提供了动力。我国生活用纸自 90 年代以来一直处于净出口状态，目前每年的进口量稳定在 2.3 万吨左右，而出口量

却持续增长，1992 年我国生活用纸出口量仅有 3.8 万吨，到 2009 年已经达到 44.5 万吨，增长了 13.5 倍，在整个生活用纸行业产量中占比接近 10%。

2009 年整个生活用纸行业销售规模达到 415.7 亿元，比 2008 年增长 11.0%，比 2003 年增长 98.0%，同期消费量增长幅度仅为 49.8%，销售单价的快速增长也是导致行业规模明显提升的主要原因。2009 年产品出厂单价为 9000 万元/吨，比 2003 年的销售单价提升了 32.8%。

图表 13: 销售额增长受益于消费量和价格同时增长

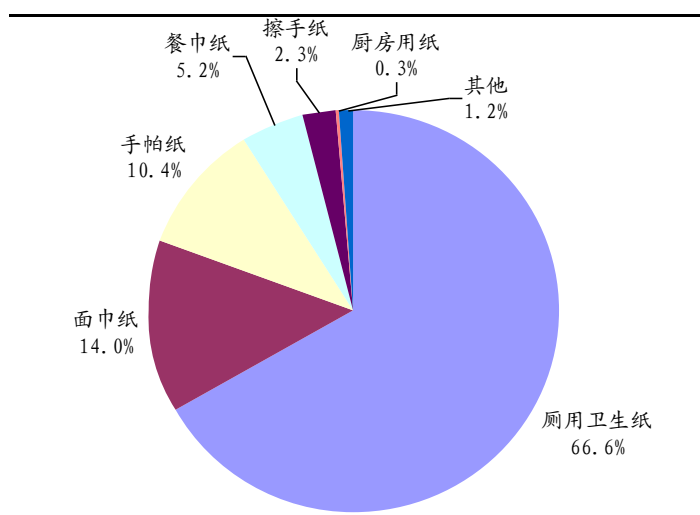


数据来源：生活用纸年鉴、国都证券整理

### 2.3 结构分析——低端份额偏高，高端产品空间大

根据中国造纸协会生活用纸委员会 2009 年的调查，国内消费的生活用纸产品中，厕用卫生纸占主导地位，约占 66.6% 的市场份额，其他品类依次是面巾纸（14.0%）、手帕纸（10.4%）、餐巾纸（5.2%）、擦手纸（2.3%）、厨房用纸（0.3%）等。

图表 14: 2009 年国内生活用纸构成



数据来源：中国造纸协会生活用纸委员会

在西欧、北美和日本等发达国家，厕用卫生纸在生活用纸产品中的比重（销售量）大约在 55% 左右，而中国目前大大高于这一数据。说明其他品类产品的市场渗透还有待提高。并且从近年来我国发展形势来看，厕所卫生纸的占比在不断下降，2004 年占

比为 70%，到 2009 年为 66.6%，下降了 3.4 个百分点。

从生产商的产品结构来看，一般大企业的产品结构中，厕用卫生纸的比重要低于平均水平，如 2009 年恒安纸业约为 45%，金红叶、维达为 60%-65%，金佰利和王子妮飘大部分甚至全部产品为面巾纸和手帕纸；而小企业，或使用草浆、废纸为原料的企业，厕用卫生纸的比重则高于平均水平，达到 90%以上。

## 2.4 产品升级为高端产品带来机会

目前，我国生产生活用纸使用的纸浆主要有 3 种，漂白商品木浆、非木材浆和废纸浆。生产高档生活用纸基本使用进口商品木浆，国产木浆的供应量很少，木浆与一定量的蔗渣浆、竹浆、芦苇浆等配抄可以生产中高档生活用纸。经简单脱墨漂白处理的混合废纸浆、白纸边、漂白草浆等可生产中低档生活用纸。

随着居民生活水平提升，对产品的质量要求越来越高，高质量产品的比例必然会逐步提升，以混合废纸浆、一般草浆、纸厂尾浆为原材料的产品占比必然会持续下降，这位国内生活用纸龙头企业的发展腾出了更大的空间。从 2003 年到 2008 年数据来看，我国高档生活用纸的比例已经由 15%提升至 30%，高档生活用纸在此期间产能增长了 2.0 倍，同期整个行业产量仅增长 49.5%。

目前前四大公司主要投产的产能都是主要针对高端市场，一般设备都是从国外进口，年产能一般都在 6 万吨（进口纸机档次高，生产产品质量优势明显），也都是看好生活用纸行业产品质量升级带来的机会。

图表 15: 高档产品占比依旧不高

纤维原料	产品档次	所占产量比例					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
(进口纸机) 100%木浆	高档	15%	18%	21%	23%	26%	30%
(国产纸机) 100%木浆或木浆和甘蔗浆、竹浆、芦苇浆、麦草浆等的混合浆，白纸边浆、100%甘蔗浆、竹浆、芦苇浆	中档	40%	40%	39%	38%	37%	35%
混合废纸、稻麦草浆、纸厂尾浆	低档	45%	42%	40%	39%	37%	35%

数据来源：中国生活用纸年鉴

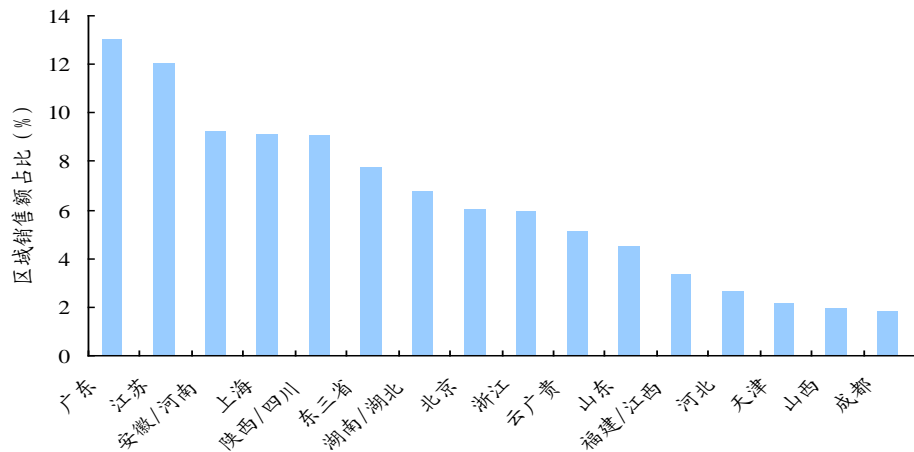
## 2.5 未来经济落后地区增长空间更大

由于我国经济发展不平衡，东西部差距较大。生活用纸的消费与经济发展水平、当地居民收入密切相关。经济发展的不平衡导致了生活用纸消费水平的不平衡。

上海、北京、广州等大中城市以及沿海发达城市是我国生活用纸消费最为主要的市场。据统计，上述地区的生活用纸消费占全国消费总量的 60%以上。随着制造业向中西部的转移，未来中西部居民收入水平也将会明显提升，从而带动生活用纸消费需求增长。

2008 年，京沪两地生活用纸人均消费量在 9 千克左右，正在逐渐接近世界发达国家的水平，且增速快于全国平均水平，特别是面巾纸和手帕纸消费量增速更高。另外广东省人均用量也已经超过 6 千克，但是西北地区的人均消费量仅 1.4 千克。总体来看，即使是当前比较发达地区的生活用纸消费量依然保持较快增长，未来随着中西部的崛起，现在人均消费量较低的地区未来也将成为行业发展的主要增长点，目前恒安国际、维达国际也都加大中西部投资，以满足周边日益增长的需求。

图表 16: 各区域生活用纸销售份额



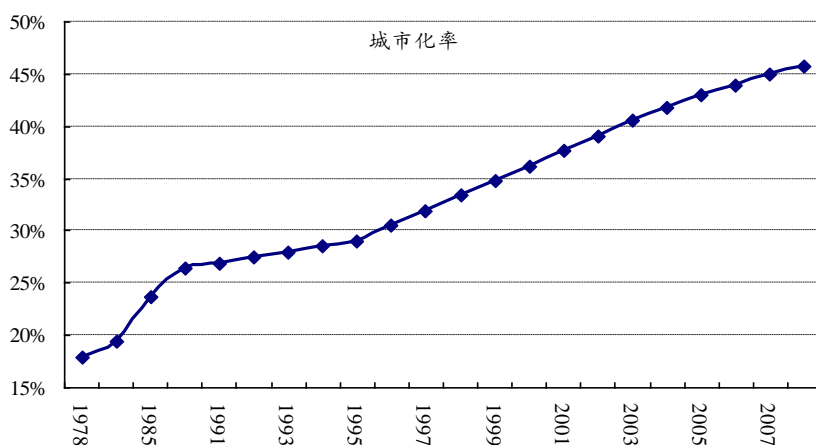
数据来源: 中国生活用纸信息网

## 2.6 城市化率提升推动生活用纸消费增长

由于城乡居民收入水平以及生活习惯的差异, 城镇居民的生活用纸人均消费量明显高于农村居民。2008 年, 我国城市居民比重为 45.7%, 而生活用纸的消费量比重在 80% 以上。从结构来看, 中高档生活用纸的消费主要在城镇, 农村人口主要消费中低档的卷纸。

我国城市化率持续提升, 1978 年城市化率仅有 17.9%, 到 2008 年已经达到 45.7%, 到 2020 年我国城市化率有望达到 55%, 随着城市化率提升, 居民生活质量的提升, 人均生活用纸消费量必将快速增长。经过我们简单测算, 如果假定城市和农村人均消费量不变, 城市化率每提高 1 个百分点, 人均消费量提升 1.4%, 也就是说如果到 2020 年城市化率达到 55%, 人均消费量将增长 12.3%。

图表 17: 城市化率不断提升



数据来源: 中国统计局

## 2.7 行业集中度提升利好龙头企业

我国造纸行业集中度低、中小企业多, 生活用纸细分行业也是如此。2009 年中国造纸协会生活用纸协会统计在册的生产商有 1140 家, 其中有原纸生产环节的综合型企业约 520 家, 主要分布在山东、广东、四川、河北、广西等省份。全国性品牌主要有:

心相印、维达、清风、洁柔、五月花、妮飘等。

2009 年排名靠前 15 位的制造商产量占总产量的 35.1%，销售额合计占总销售额的 39.8%（2006 年该比例为 30%，近年来明显提升）。目前行业内产能超过 10 万吨的企业仅有 6 家，分别是恒安纸业、维达纸业、金红叶纸业、中顺纸业（即中顺洁柔）、美洁纸业、宁夏紫荆花纸业，产能超过 15 万吨的仅有恒安纸业、维达纸业、金红叶纸业、中顺纸业（即中顺洁柔）等 4 家公司。

**图表 18：2009 年综合排序前 15 大公司品牌与产能情况一览**

序号	公司	名称品牌	生产能力/万 t
1	恒安纸业有限公司	心相印, 柔影	42
2	维达纸业集团有限公司	维达Vinda, 花之韵	32
3	金红叶纸业（苏州工业园区）有限公司	唯洁雅, 清风, 真真	42.2
4	中顺纸业集团	洁柔, C&S, 太阳	18.6
5	上海东冠集团	洁云, 丝柔	8.56
6	上海金佰利纸业股份有限公司	舒洁, Kleenex	7.25 (含外加工)
7	永丰余家品（昆山）有限公司	五月花	4.7+2
8	东莞白天鹅纸业股份有限公司	贝柔	5 (含蔗渣浆纸)
9	宁夏美洁纸业股份有限公司	美洁, 滩羊, 双喜	14 (含草浆纸)
10	广西贵糖（集团）[包括广西贵糖（集团）股份有限公司和广西洁宝纸业投资股份有限公司]	纯点, 碧绿湾, 蝶恋花, 洁宝	4+4.3 (含蔗渣浆)
11	宁夏紫荆花纸业股份有限公司	紫金花, 吉丽, 吉利来	10 (含草浆纸)
12	王子制纸妮飘（苏州）有限公司	妮飘, 得宝	1.5
13	惠州福和纸业股份有限公司	福和, Conner, Kami, 绿仙子	6.56 (含再生纸)
14	胜达集团江苏双灯纸业股份有限公司	双灯, 蓝雅, 欧风, 老好	8.8 (含草浆纸)
15	河南省奥博纸业股份有限公司	奥博	6 (含再生纸)

数据来源：中国生活用纸年鉴

2009 年前四大公司生产能力都在 18 万吨以上，合计生产能力达到 134.8 万吨，产量合计 98.5 万吨，产能和产量分别增长 15.8%、10.3%，产量约占行业的 21.1%。销售额合计约 112.9 亿元，同比增长 9.5%，约占整个行业的 27.2%。总体来看，行业集中度较低，年产能万吨以上企业较少，大部分企业都是以区域市场为主，单个企业规模较小，不利于发挥规模优势。

众多小生活用纸生产企业设备简陋，生产卫生环境差，污染严重，产品质量差，随着国家对节能环保要求的不断提升，以及相关政策实施力度的加强，小企业的生存空间进一步压缩，未来行业集中度将会明显提升。

### 3. 公司盈利提升空间大，龙头公司处于快速扩张期

#### 3.1 规模与前三大公司依然有较大差距

我们选取了在香港上市的恒安国际、维达国际与公司盈利状况进行了对比。从规模来看，恒安国际最大，09 年营业收入达到 93.2 亿元，其中纸产品收入 42.4 亿元，维达国际 23.9 亿元，洁柔纸业收入为 16.2 亿元，公司收入规模比恒安国际（纸产品收入）、维达国际分别低 32.2%、61.8%。另外未上市的金红叶的规模也明显高于公司。

#### 3.2 国际金融危机反成为行业利好

09 年以及 10 年上半年行业毛利率提升是普遍现象，主要是由于 08 年底受国际金融危机影响，国际木浆价格持大幅下降，生活用纸价格下降幅度明显低于木浆价格幅度，所以行业毛利率大幅提升。

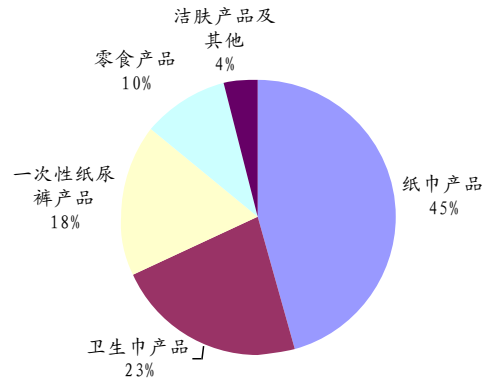
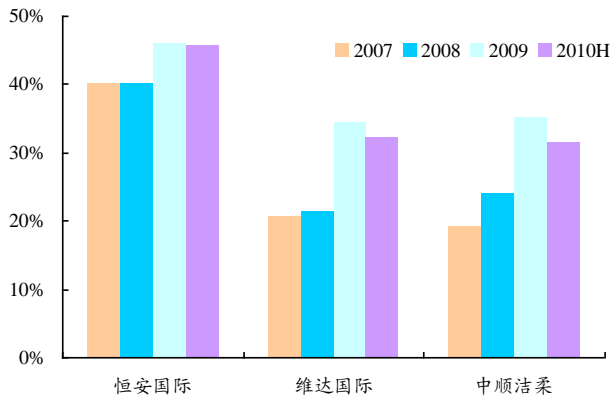
维达国际和中顺洁柔上升幅度较大，恒安国际提升幅度相对较小，09 年维达国际、

中顺洁柔毛利率分别为 34.3%、35.1%，都提升 10 个百分点以上，而恒安国际 09 年毛利率为 46.0%，比 08 年提升 6 个百分点，主要与产品结构有关。

恒安国际产品包括纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤、零食产品、洁肤产品及其他，其中纸巾只占公司收入的 45.5%，而维达国际和中顺洁柔只有纸巾产品（卷纸、软抽纸、手帕纸等），由于恒安国际其他产品（除纸巾之外）不是以木浆价格为原材料，所以去年木浆价格大幅下跌对它毛利率影响相对较小。

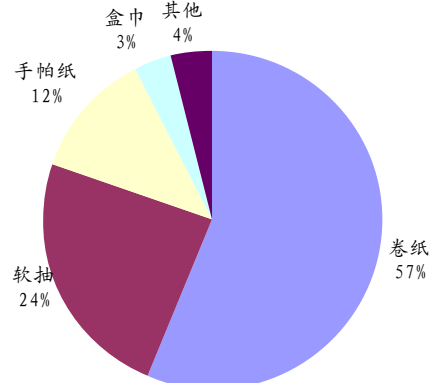
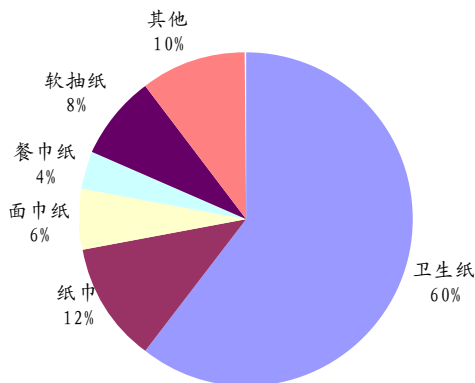
图表 19: 公司毛利率水平与维达国际基本一致

图表 20: 恒安国际产品结构（按收入划分）



图表 21: 维达国际产品结构（按收入划分）

图表 22: 中顺洁柔产品结构（按收入划分）



数据来源：公司定期报告

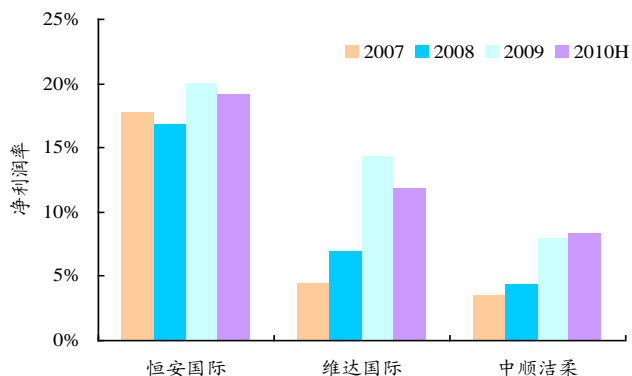
### 3.3 公司净利润率相对较低，提升空间大

由于恒安国际的业务范围与中顺洁柔差距较大，其卫生巾、纸尿裤等产品盈利明显好于纸产品，因此恒安国际盈利能力明显强于中顺洁柔和维达国际。为了避免产品结构不同带来的不可比性，我们主要选取维达国际进行对比。

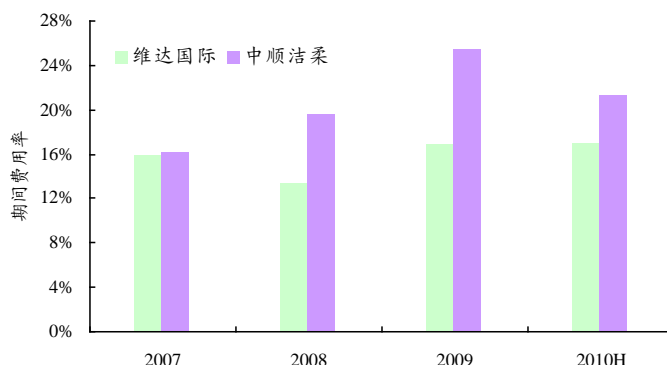
近三年一期，公司净利润率水平都明显低于维达国际，特别是 2009 年维达国际的净利润率为 14.3%，比公司高了 6.4 个百分点。导致公司净利润率明显低于维达国际的主要原因是由于公司期间费用率明显高于维达国际，特别是销售费率。2010 年上半年，公司期间费用率为 21.2%，同期维达国际期间费用率为 17.0%，相差 4 个百分点；其中，公司销售费用率为 14.3%，高出维达国际 3 个百分点，从历史来看销售费用率是导致公司净利润明显偏低的主要原因。另外，由于公司的资产负债率明显高于维达国际（2010 年中期公司资产负债率 65.1%，维达国际为 45.9%），所以公司的财务费用率

也明显偏高，基本上都是高 1-2 个百分点之间。

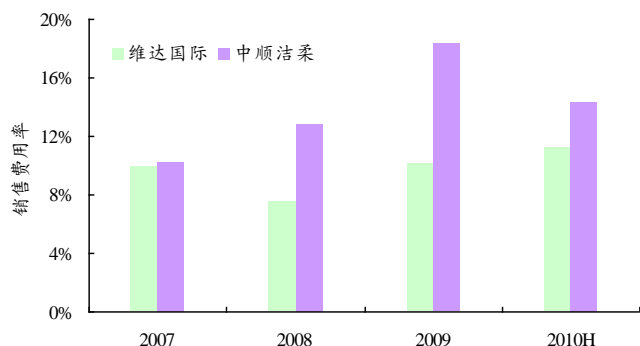
图表 23: 公司净利润率相对较低



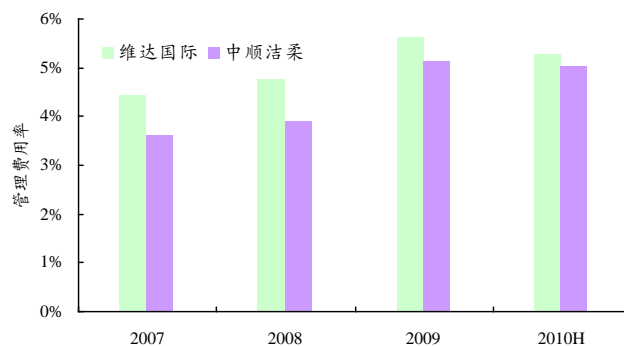
图表 24: 公司期间费用率明显偏高



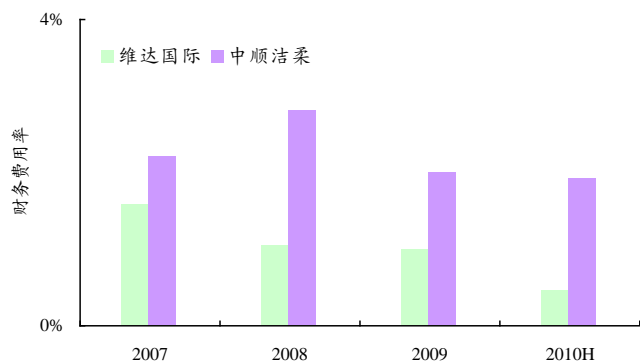
图表 25: 公司销售费用率明显高于维达国际



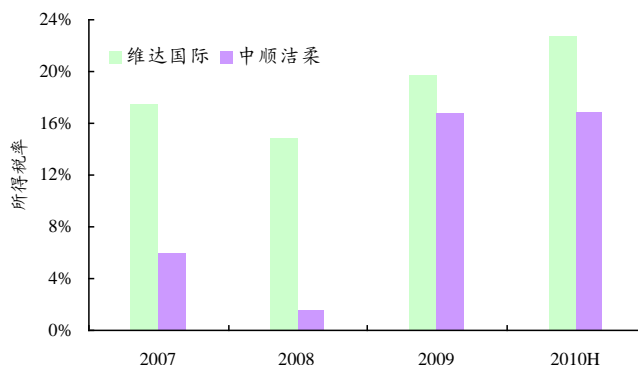
图表 26: 公司管理费用率略低于维达国际



图表 27: 公司财务费用率略高于维达国际



图表 28: 所得税率低于维达国际



数据来源: 公司定期报告

从毛利率来看, 公司 09 年、10 年上半年均稍高于维达国际, 差距都在 1 个百分点左右, 但是由于公司较高的期间费用率水平导致公司净利润率明显低于维达国际。公司销售费用明显偏高的主要原因有: (1) 由于公司倾向性于减少给客户的商业折扣而承担较多的销售费用; (2) 公司整体销售规模小于维达国际, 规模优势不明显, 未来随着公司 IPO 募投项目的投产, 公司销售费率水平有望下降。

长期以来, 公司融资主要依靠贷款, 07、08 年公司负债率都超过 70%, IPO 之前依然有 66%, 严重阻碍了公司扩张, 资金紧缺成为制约公司发展的重要原因。公司 IPO 募集资金净额为 14.5 亿元, 公司拟从超募资金中使用 3.65 亿元归还银行贷款, 将节省利息支出 1493 万元, 占 2010 年净利润的比例超过 10%, 公司财务费用率将会明显下

降。

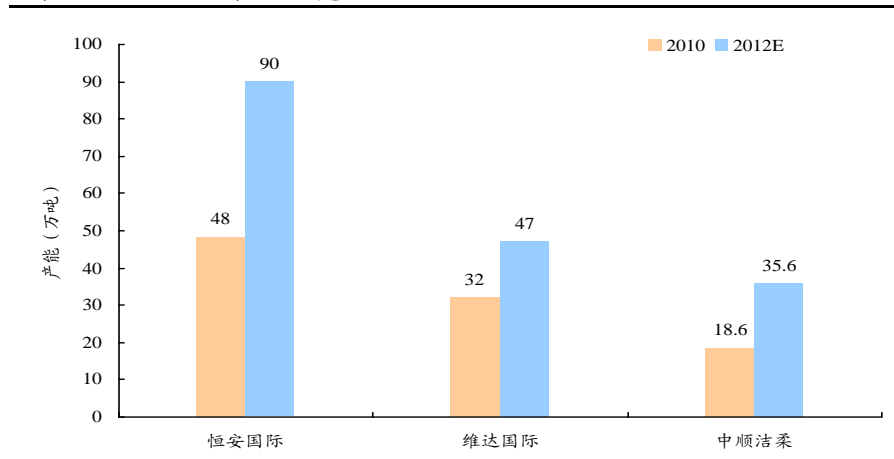
### 3.4 龙头公司依然处于快速扩张期

到 2010 年中后期，恒安国际总产能 48 万吨，年底将增加 6 万吨，到年底总产能将达到 54 万吨。未来产能投放：2011 年重庆将投产一条生产线，新增产能 6 万吨；2012 年重庆、晋江、芜湖将共计投产 5 条生产线，总产能为 30 万吨。到 2012 年底，公司产能将达到 90 万吨，增长 87.5%。

维达国际到 2009 年底总产能是 32 万吨，公司产能扩张计划：目前有湖北孝感（5 万吨）、辽宁鞍山（布局东北）两个项目，截止 2011 年底将新增产能 15 万吨（增长 46.9%），预计其中 5 万吨将于今年年底投产。

中顺洁柔当前产能为 18.6 万吨，首发募投项目总产能 17 万吨，都将于 2012 年底之前投产，届时公司产能将增长至 35.6 万吨，产能较当前接近翻倍。

图表 29：主要公司产能一览



数据来源：公司定期报告

总体来看，三家公司目前的产能规模为 98.6 万吨，按照各公司已经规划的项目情况，预计到 2012 年合计产能将达到 172.6 万吨，比当前增长 75.1%，将会远高于行业增速，从这个方面也可以看出，龙头公司普遍看好未来生活用纸（特别是高端产品）的发展前景。

## 4. 与传统造纸企业对比

### 4.1 产品属性不同

与传统造纸企业明显不同，生活用纸直接面对终端消费者，产品属于快速消费品。而传统造纸企业产品一般属于工业中间产品，不直接面对终端消费者，属于中游行业范畴，例如箱板纸和瓦楞纸是制造瓦楞纸箱的主要原材料，属于工业原料，不直接面对消费者，新闻纸需要通过出版企业印刷订册后才能面对消费者。

### 4.2 产品属性决定营销模式不同

产品的属性不同决定了生活用纸企业与传统造纸企业的营销模式不同。传统造纸企业主要有两种模式：直销与经销商，下游用户主要以企业为主，而生活用纸主要是现代渠道为主，主要是指卖场、超市等。

### 4.3 盈利能力高，抗周期性强

公司毛利率水平明显高于传统造纸企业。近年来传统造纸上市公司毛利率呈下降趋势，目前在 17-18% 左右，公司近几年毛利率明显上涨，目前都在 30% 以上。传统造纸企业的净利润率一般在 4-7% 之间，公司净利润逐年提升，2010 年上半年达到 9.8%，也是明显高于传统造纸行业。

产品属性的不同决定了盈利能力的差别，公司产业链延伸较长，营销模式也存在较大差别，因此利润表结构明显不同（毛利率高，但是销售费用率高），但总体盈利能力明显强于传统造纸行业，抗周期能力也明显增长。08 年国际金融危机传统造纸行业盈利能力大幅下降，甚至出现亏损，但是生活用纸企业盈利反而大幅增长，生活用纸行业的抗周期性可见一斑。

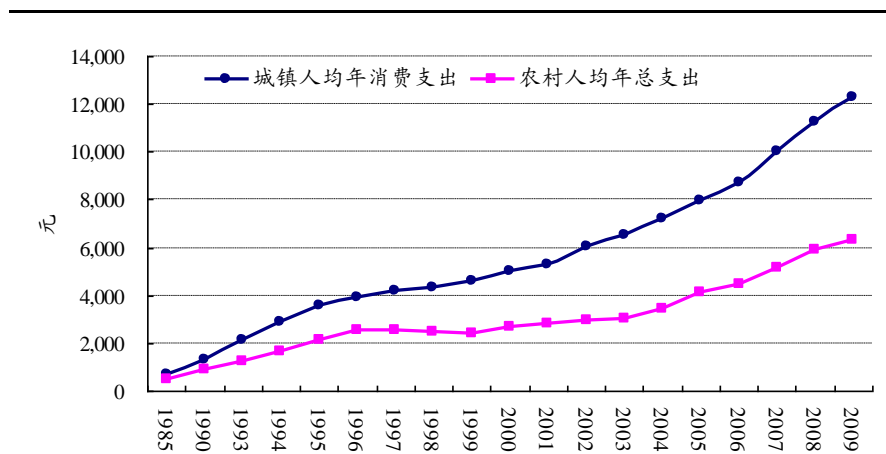
## 5. 公司发展优势分析

### 5.1 较强的市场定价能力

2009 年我国人均生活用纸消费量为 3.14 千克/年，如果城镇居民消费量达到 80% 的话，我们估算城镇居民和农村居民人均消费量分别为 5.5 千克/年、1.2 千克/年，按照 09 年平均销售单价约为 1.2 万元/吨，也就是说城镇居民人均生活用纸消费支出为 66 元/年，14.4 元/年，2009 年我国人均生活用纸消费额仅有 37.7 元。

2009 年我国城镇人均消费支出达到 1.23 万元，农村人均年总支出为 6334 元，生活用纸消费支出分别占比为 0.5%、0.2%，生活用纸消费支出在居民总支出中的占比很小，我们认为居民对生活用纸支出敏感性比较低，所以一般提价都能被消费者的接受。生活用纸龙头公司品牌优势都比较明显，具有较强的定价能力，而众多的中小纸厂主要采取跟随策略。

图表 30：我国城镇和农村人均支出



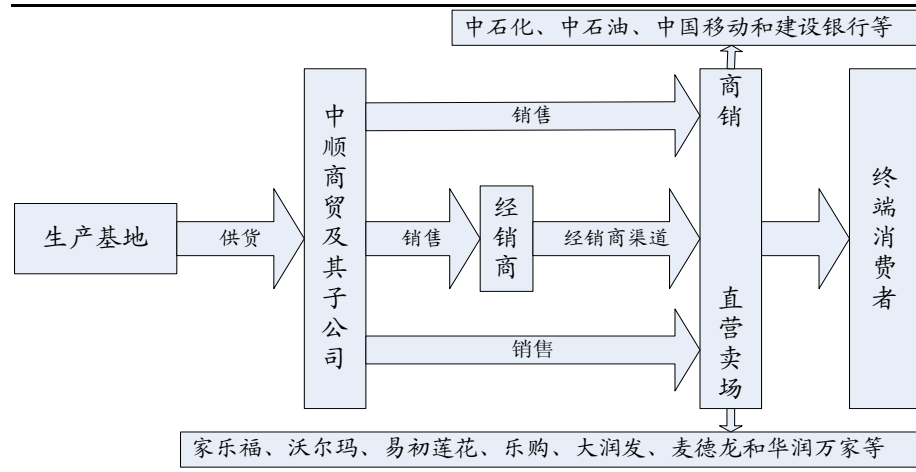
数据来源：WIND

公司拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌。洁柔定位高端，太阳定位中低端市场，分别满足不同层次需要。公司洁柔品牌在 2005 年被国家质检总局中国品牌战略推进委员会评为中国名牌产品。公司良好的品牌形象和产品美誉度为公司较强的定价能力提供了支撑。金融危机以来，公司盈利能力不仅没有大幅下降反而大幅上升，期间公司产能并未增长，这说明公司具有较强的定价能力保证了盈利能力的提升。

## 5.2 经销商和直营卖场是公司最主要的销售渠道

公司营销渠道主要包括经销商、直营卖场、商销等，其中经销商和直营卖场是最主要渠道，两者销售占比超过 95%。

图表 31: 公司销售渠道



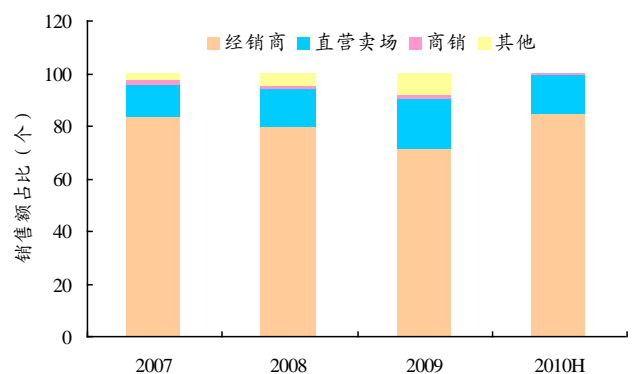
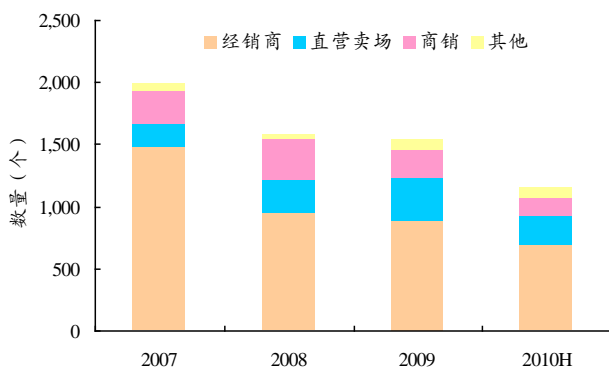
资料来源：招股书

经销商是公司的主要客户群体,2010 年上半年公司销售收入的 84.6%来自经销商,公司有经销商 692 家(维达国际经销商 837 家),近年来公司经销商数量逐年下降,对单个经销商销售收入持续增长,2007 年仅为 69 万元,到 2009 年已经超过 130 万元,增长了 87.2%。为了保持经销商的稳定可持续发展,公司大力扶持了部分信誉度高有发展前途的经销商,同时对大量小的经销商进行了整合,从而导致数量减少而单个销售收入的增长。

直营卖场是公司第二大销售渠道,2010 年上半年公司直营卖场客户 225 个,直营卖场销售收入占公司收入的 14.4%。近年来,公司加大了业务拓展力度,先后在北京、上海、浙江、湖北等地设立了销售公司,主要与当地及周边区域的大型连锁卖场加强合作,主要包括家乐福、沃尔玛、易初莲花、乐购、好又多、大润发、华润万家等国内外知名连锁卖场。

图表 32: 中顺洁柔销售渠道种类分布

图表 33: 各种销售渠道占比(按销售额划分)



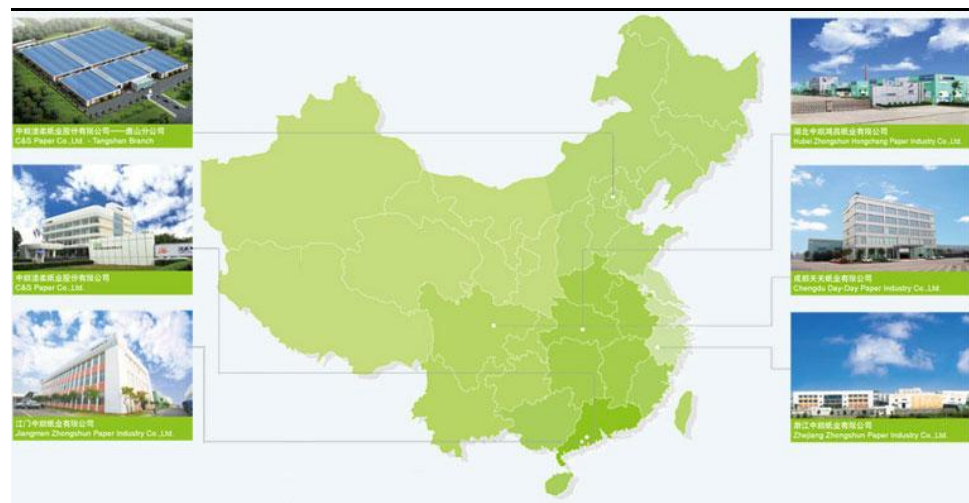
数据来源：招股说明书

### 5.3.全国性的生产基地布局有利于降低运输成本

公司本部、子公司江门中顺、成都天天、浙江中顺和湖北中顺形成了以广东中山、广东江门、四川成都、浙江嘉兴和湖北孝感为生产基地，产品覆盖全国的布局。通过全国性的生产基地布局，公司拉近了与客户的距离，降低了运输成本，提高了运输效率。

其中，广东中山和广东江门两个生产基地主要负责华南区的产品供给，产品主要覆盖珠三角经济圈；四川成都生产基地主要负责华西区的产品供给，产品主要覆盖四川人口稠密地区；浙江嘉兴生产基地主要负责华东区的产品供给，产品主要覆盖整个长三角经济圈；湖北孝感生产基地主要负责华中区的产品供给。

图表 34: 公司生产基地的分布

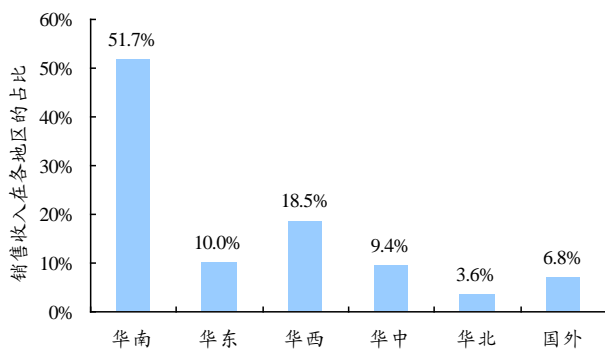


资料来源：公司网站

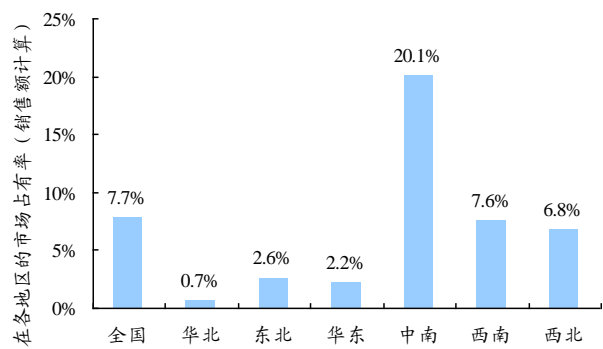
### 5.4 市场开拓：巩固华南，布局华北

从销售区域来看，近几年公司在华南区域（中山、江门两个生产基地，合计 8.8 万吨产能）的销售收入占比都超过 50%，是公司最主要的销售区域，华西（四川生产基地，年产能 4.5 万吨）是公司第二大销售区域，占比为 18.5%。

图表 35: 华南是公司主要销售区域



图表 36: 公司在中南地区市场占有率达到 20%



数据来源：中国生活用纸年鉴、公司招股说明书

根据中国行业企业信息发布中心的数据，洁柔是我国第四大品牌，市场占有率为 7.7%。排在前三位的是心相印、维达和清风，市场占有率分别为 24.0%、18.4%、15.3%。公司在中南市场具有较高的市场占有率 20.0%，在区域内仅次于维达（25.6%）的第二

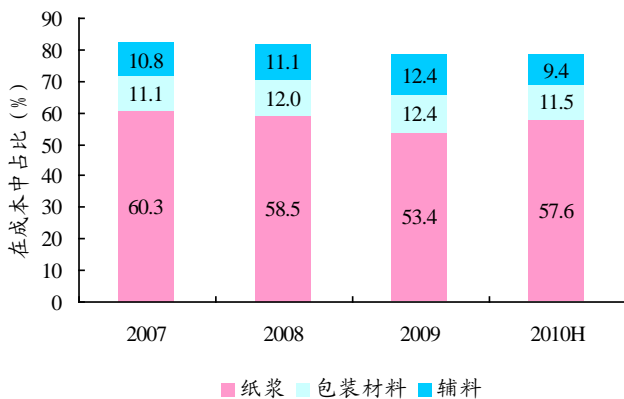
大品牌。生活用纸有一定的销售半径（由于运输成本较高），所以公司产能分布较多的地方市场占有率较高。

三个募集资金项目将进一步完善公司的生产基地布局。唐山新建项目根据规划将负责华北区域的产品供给，产品主要覆盖环渤海经济圈和东三省，一方面解决以往公司产品在该区域销售运输成本较高的问题，另一方面增强公司在该区域的市场竞争能力。中山新增项目和江门新建项目将加强公司在华南地区的市场竞争优势地位。

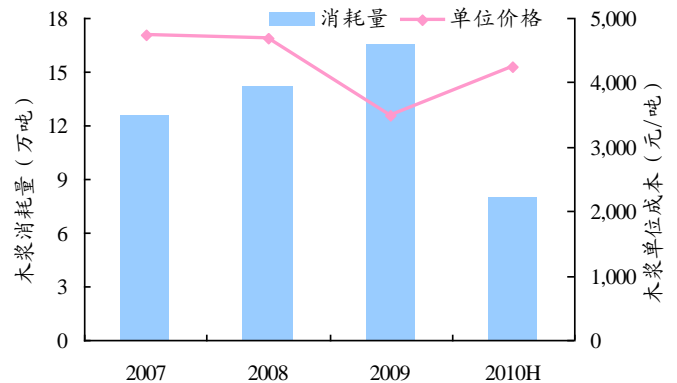
### 5.5 金融危机带来的毛利率提升机遇

公司成本主要包括原料成本、折旧摊销、人工成本、水电汽成本，其中原料成本是影响公司盈利能力的主要因素，合计占比接近 80%，主要包括木浆、包装、辅料成本，木浆成本占比在 58%左右。08 年末国际金融危机，公司毛利率不但没有下降反而大幅上升（08 年 24.0%、09 年 35.1%、10 年上半年 33.1%），主要就是因为木浆采购价格降幅远大于价格降幅，经过我们测算如果 09 年公司的消耗木浆单价与 08 年相同，公司 09 年毛利率还要比 08 年低 1 个百分点（实际上 09 年毛利率比 08 年高 11 个百分点）。

图表 37: 主要原料在成本中的占比

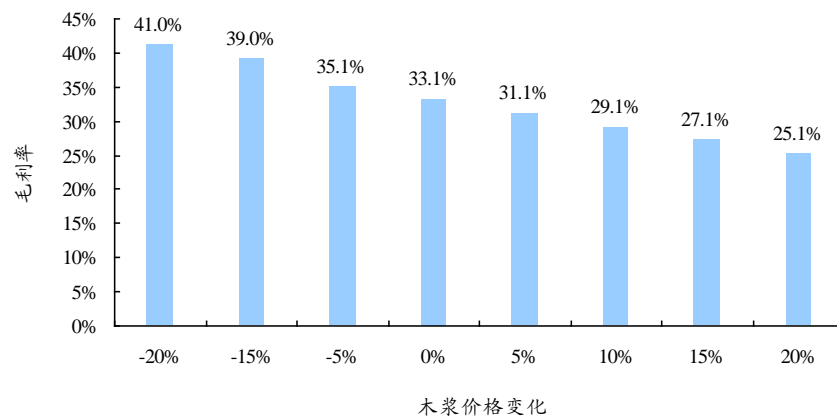


图表 38: 历年木浆消耗量及单位价格



数据来源: 招股说明书

图表 39: 木浆价格变化对公司毛利率敏感性分析



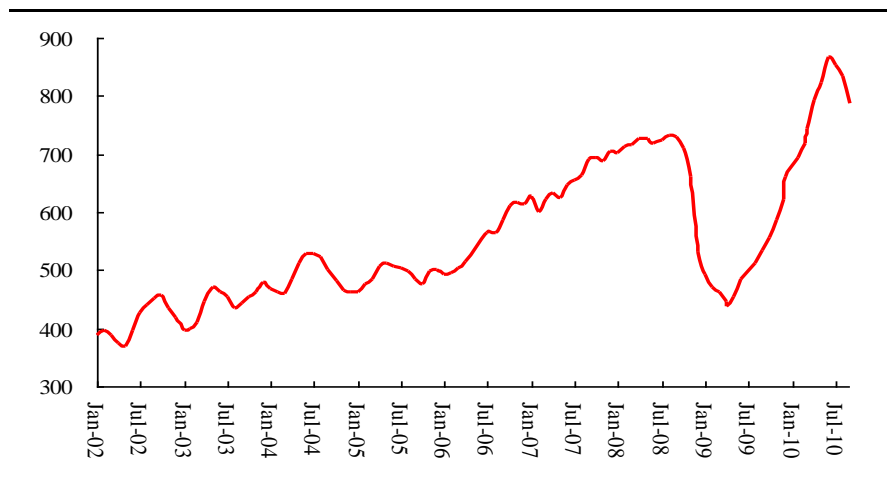
数据来源: 国都证券研究所

我们以 2010 年中期业绩为基准情况，测算木浆价格上涨对公司毛利率的影响，经过测算发现，木浆价格每上涨 1%，公司毛利率下降 0.4 个百分点，反之亦然。经过我

们测算,即使木浆价格回到 2007 年平均水平(年均价格历史高点),并且纸价保持 2010 年上半年水平,公司的毛利率依旧在 28%以上。实际上我们认为如果木浆价格持续上涨,公司将通过提价来转移成本或者减少促销支出以稳定盈利水平。

公司木浆主要从国外进口。在 08 年 8 月进口木浆价格达到历史高点(731 美元/吨)之后,受国际金融危机影响,木浆价格持续下跌,进口成本大幅下降,在 09 年 5 月份达到最低点(438 美元/吨,较高点下跌 40.1%)。随着国际和国内经济复苏,木浆价格持续走高,09 年以来木浆价格基本处于上升通道,10 年 4 月首次创下历史新高,之后持续上涨,7 月开始下跌目前为 788 美元/吨,依旧比 08 年 8 月高点高 7.8%。

图表 40: 我国进口木浆价格一览



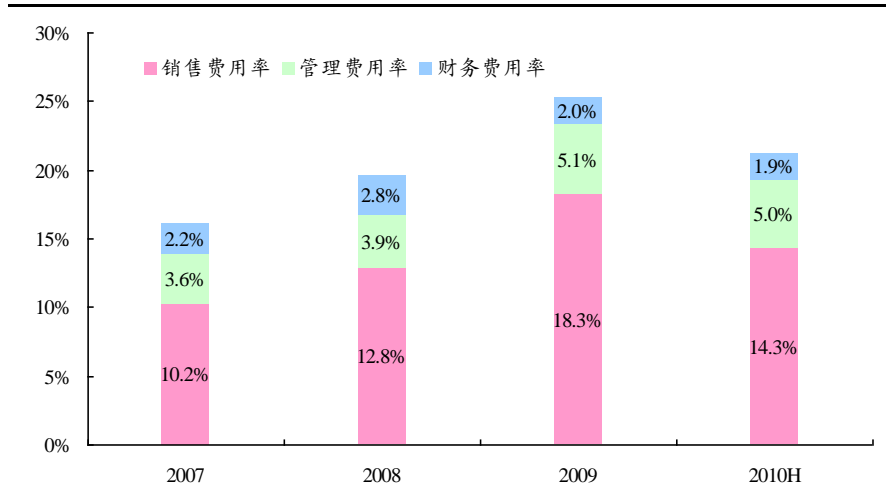
数据来源: WIND

在当前全球经济缓慢复苏、货币政策宽松的大背景下,国际木浆价格大幅下跌的可能性很小,并且大规模的木浆产能都要在 2012 年之后才能大规模投放,所以我们认为明年木浆价格可能仍将保持高位运行。公司将通过提价转移大部分成本,但是如果木浆价格持续上涨,成本上涨不能完全转移至下游,但是能够转移较大部分。还有一个提升公司毛利率的方法是公司产品结构的调整,公司未来将主要发展软抽纸、手帕纸等高毛利率产品,从而提升公司毛利率水平。综合考虑,我们认为公司毛利率有望维持在 30% 左右。

### 5.5 随着规模提升,期间费用率有望下降

2007-2009 年以来,公司期间费用率逐年提升,到 2009 年到达 25.3% 的高位,其中销售费用和管理费用持续增长是主要原因。2010 年上半年公司期间费用率为 21.2%,有所下降,主要是销售费用率下降所致。

图表 41: 公司期间费用及构成



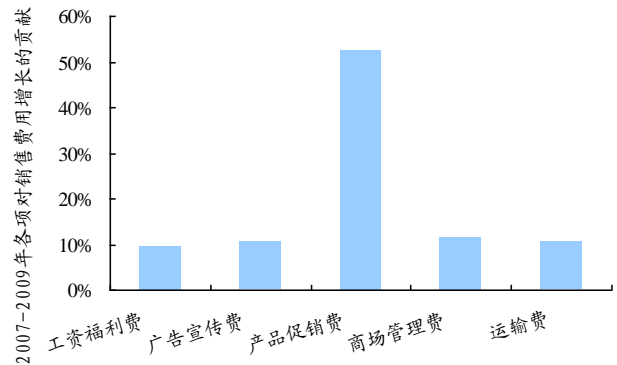
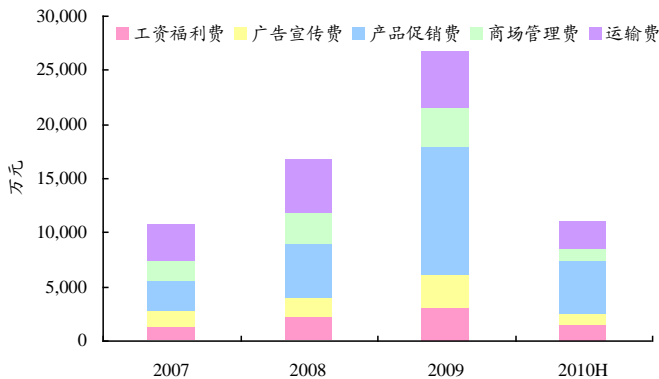
数据来源: 招股说明书

➤ 市场开拓、营销策略等是销售费用大涨的主因

公司销售费用主要由产品促销费、运输费、工资福利费、商场管理费、广告宣传费、差旅费、业务招待费等构成, 其中前五项是主要构成, 占比超过 90%。2007-2009 年公司销售费用增长 1.3 倍, 其中产品促销费用增长最快(增长 3.1 倍), 对销售费用增长的贡献达到 52.5%, 工资福利费(营销人员增长)、广告宣传费(品牌建设力度加大)、市场管理费(直营卖场客户增加)增幅也超过 1 倍, 运输费用增幅较小为 51.9%。

图表 42: 公司主要销售费用一览

图表 43: 主要部分对销售费用增长的贡献



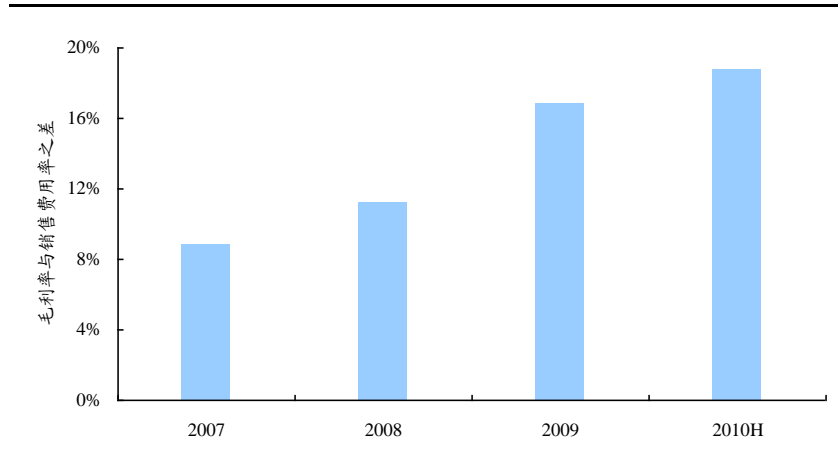
数据来源: 招股说明书

公司促销策略是导致销售费用大涨的主要原因之一。公司在毛利率较高时倾向于主动增加促销费用、广告宣传费用等销售费用, 增加销售金额, 提升市场占有率, 2007-2009 年公司毛利率大幅提升, 公司为了稳定市场份额在促销费用、广告宣传费用上大幅提升, 这是导致公司销售费用率大幅提升的原因之一。2010 年上半年以来, 木浆价格高企, 公司毛利率下降, 公司削减了促销、广告等销售费用, 公司销售费用率也降至 14.3% (比 09 年降低 4 个百分点)。考虑到公司生成成本与销售费用的联动性特点, 我们把毛利率与销售费用之差作为衡量盈利能力的指标, 近三年一期以来稳步提升, 说明公司盈利能力明显提升。

公司产品促销费用支付对象主要是沃尔玛、家乐福、易初莲花、大润发等直营卖场客户和深圳博都实业发展有限公司、武汉市中顺洁柔纸业有限公司、深圳中顺商贸等经

销商客户。在销售过程中，为激励客户、发展重点经销商，公司采取“根据客户的销售额提供累进的赠品促销费用”的销售策略。近年来，随着销售收入的稳步上升，公司给予客户的赠品促销费用增长较快。2009年，由于成本的大幅降低，在保持产品终端销售价格稳定的情况下，公司给予了客户较多的赠品促销费。

图表 44: 毛利率与销售费用之差稳步提升



数据来源：招股说明书

由于我们认为 2011 年木浆价格将居高不下，公司毛利率较 09 年将有明显下降，所以我们认为公司销售费用率将有所下降。

➤ 待新产能投放后管理费用率有望下降

公司管理费用主要包括管理员工资薪酬、办公费、税费、折旧摊销费和咨询服务费等，合计占管理费用总额的 80% 以上。随着公司业务的快速发展和各区域商贸公司的建立，公司增加了管理人员的数量，同时工资水平也逐年提升。由此导致工资福利的相对较快增长。同时，新区域的拓展导致早期的办公费用也相对较高。

公司募投项目投产后，公司产能将会实现接近翻番的增长，收入增长将会快于管理费用增长，公司管理费用有望实现小幅下降。

➤ 财务费用率将明显下降

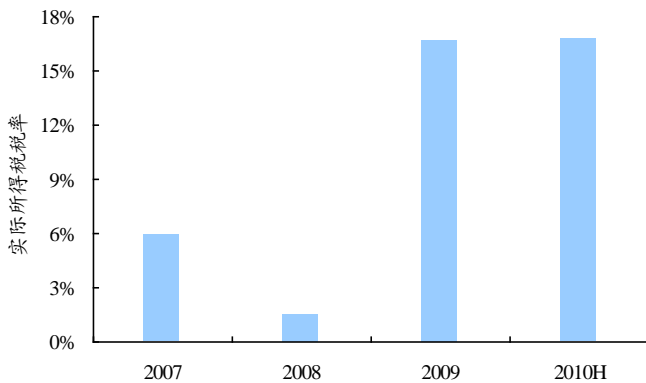
在 A 股首发之前，公司资产负债率一直居高不下，因此财务费用在净利润中占比一直较高，财务费用率基本在 2-3% 之间。

公司 A 股首发募资资金净额为 14.52 亿元，募投项目拟投资 7.9 亿元，超募 6.62 亿元，公司拟用超募资金偿还银行借款 3.65 亿元，并补充流动资金 1.2 亿元。根据公司公告，偿还贷款部分将为公司减少财务费用 1493 万元，占 09 年财务费用的 36.3%。公司明年的财务费用将会大幅下降，预计公司财务费用率下降至 0.5% 左右。

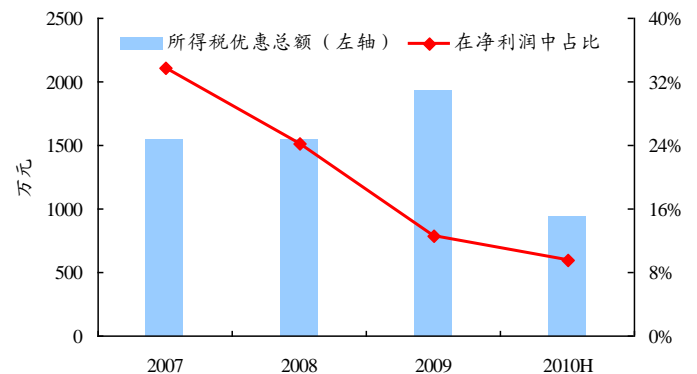
## 5.6 子公司所得税减免政策期结束影响不大

公司近三年一期享受的所得税税收优惠总额分别为 1553 万元、1542 万元、1934 万元、940 万元，在净利润中的占比逐年减小，到今年上半年占比仅有 9.5%。

图表 45: 公司实际所得税税率



图表 46: 所得税优惠总额在净利润中占比逐年下降



数据来源: WIND

2009 年底公司被认定为高新技术企业,自 2010 年起 3 年内享受 15% 所得税税率,公司本部所得税率由 12.5% (2009) 提升至 15%。公司控股子公司江门中顺、浙江中顺及湖北中顺均为 2007 年 3 月前登记设立的外商投资企业,均享受过渡期所得税优惠政策。江门中顺的优惠期将于 2011 年结束,浙江中顺、湖北中顺的优惠期将于 2012 年结束。

目前公司的所得税优惠已经只占公司净利润的 10% 不到,未来随着募投项目的投产,公司收入和利润规模将进一步增大,所得税优惠政策的影响将进一步减小。

图表 47: 子公司享受所得税优惠一览

公司	优惠政策	免税期	减半期	产能 (万吨)	产能占比
江门中顺	两免三减半	2007-2008 年	2009-2011 年	4.7	25.3%
浙江中顺	两免三减半	2008-2009 年	2010-2012 年	2.8	15.1%
湖北中顺	两免三减半	2008-2009 年	2010-2012 年	2.5	13.4%

数据来源: 招股说明书

## 5.7 募投项目投产后公司将实现跨越式发展

多年以来,公司融资渠道相对单一,主要依靠银行贷款,资产负债率一直居高不下,到上市前公司资产负债率 65.9%,融资渠道的缺乏抑制了公司产能的增长,扩张速度明显慢于其他三个第一梯队公司。

图表 48: 募投项目投产后公司产能接近翻番

生产基地名称	2009 年实际产能 (万吨)	募集资金项目新增产能 (万吨)	募集资金项目达产后产能 (万吨)	产能增长幅度 (%)
中山生产基地	4.1	7	11.1	170.73
江门生产基地	4.7	5	9.7	106.38
唐山生产基地	-	5	5	-
浙江生产基地	2.8	-	2.8	-
湖北生产基地	2.5	-	2.5	-
四川生产基地	4.5	-	4.5	-
合计	18.6	17	35.6	91.4

数据来源: 招股说明书

今年公司完成 A 股上市之后,公司资产负债结构大幅改善,公司也进入一轮快速成长期。公司募集资金项目预计投资总额 7.9 亿元,主要用于唐山、中山、江门三地的新

建项目,合计产能达到 17 万吨,投产后公司产能将达到 35.6 万吨,将比当前增长 91.4%。

公司招股书中对募投项目的盈利进行了预测,预计实现营业收入 17.3 亿元,基本 2010 年公司营业收入相当,净利润 10.8 亿元,是 2010 年净利润的 80%左右。我们认为公司对募投的净利润率预测相对保守,有超预期的可能,也就是说公司募投项目全部达产后,公司营业收入和净利润都有翻番的可能。

**图表 49: 招股书对募投项目盈利的预测**

项目	唐山	中山	江门	合计
销售收入	52,463	75,826	44,457	172,746
利润总额	3,864	6,624	3,901	14,389
净利润	2,898	4,968	2,925	10,791
净利润率	5.5%	6.6%	6.6%	6.2%

数据来源: 招股说明书

## 6. 盈利预测与估值

根据公司募投项目进度,项目建成基本上都在 2012 年底之前,完全达产肯定要到 2013 年。完全达产后公司产能达到 35.6 万吨,我们按照 85%的产能利用率计算,2013 年公司产量大约 30.26 万吨,假设产销基本平衡,2013 年公司纸价均值为 1.25 万元/吨(比当前涨 10%),届时营业收入将超过 35 亿元,按净利润率 8%计算,公司净利润将超过 3 亿元。

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 17.6 亿元、21.7 亿元、30.0 亿元,同比分别增长 8.5%、23.1%、38.7%; 归属母公司所有者净利润分别为 1.29 亿元、1.67 亿元、2.57 亿元,同比分别增长 16.8%、29.7%、53.4%; 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.81 元、1.05 元、1.60 元,当前公司股价对应动态市盈率分别为 54.9 倍、42.3 倍、27.6 倍。公司在完成融资之后,解决了长期以来困扰公司发展的融资问题,公司的资产负债率大幅下降,公司分享行业发展的可能性大幅提高,因此我们看好公司中长期发展前景。

估值方面,公司估值不应该参照造纸行业,而应该参照快速消费品行业,其中细分行业中的日用品行业公司可比性更强。2011-2012 年公司动态市盈率都略低于行业平均水平,公司市销率更是明显低于平均水平(比平均低 34.4%),公司完成增发后市净率也仅有 3.4 倍,比行业平均低 29.4%。

2007-2009 年公司盈利虽然进入快速增长期,但是公司的产能扩张并不快,明显慢于其他三家龙头公司,公司 A 股上市后,长期困扰公司融资渠道单一的问题得到解决,随着募投项目实施,公司进入产能的快速扩张期,未来公司的市场份额将会明显提升,品牌优势也将逐步显现。综合考虑,我们维持公司“推荐-A”投资评级。

**图表 50: 日用品主要公司估值一览**

名称	代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE			P/S	PB
					2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
上海家化	600315	37.13	157.07	154.21	0.72	0.99	1.37	51.7	37.4	27.1	5.8	11.0
两面针	600249	8.21	36.95	31.09	-	-	-	-	-	-	5.2	1.8
齐心文具	2301	18.14	33.89	13.66	0.38	0.51	0.72	48.3	35.3	25.3	4.7	3.6
高乐股份	2348	22.23	32.90	8.45	0.61	0.96	1.34	36.4	23.2	16.6	10.7	3.1
彩虹精化	2256	13.67	28.54	17.37	0.19	0.30	0.36	72.3	45.3	38.0	8.8	6.6
广州浪奇	523	15.80	27.27	14.88	0.00	0.16	0.40	-	98.0	39.5	2.8	5.8
长城集团	300089	26.00	26.00	6.50	0.58	0.78	1.07	44.8	33.4	24.2	8.1	3.6
康耐特	300061	24.14	14.48	3.62	0.50	0.63	0.79	48.1	38.6	30.7	8.6	4.0
中顺洁柔	2511	44.25	69.76	13.95	0.81	1.05	1.60	54.6	42.1	27.7	4.3	3.4
平均		23.29	47.43	29.30	0.47	0.67	0.96	50.9	44.2	28.6	6.6	4.8

数据来源: WIND, 国都证券研究所; 注: 仅中顺洁柔为我们预测数据

**图表 51: 中顺洁柔盈利预测**

单位: 万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	161,869	175,615	216,176	299,765
营业收入	161,869	175,615	216,176	299,765
毛利率	35.06%	30.83%	29.98%	30.46%
二、营业总成本	146,952	158,569	193,852	265,608
营业成本	105,124	121,475	151,362	208,452
营业税金及附加	711	527	649	899
销售费用	29,548	24,586	29,832	40,468
管理费用	8,218	8,781	10,809	14,988
财务费用	3,231	3,200	1,200	800
期间费用	40,996	36,567	41,841	56,256
期间费用率	25.33%	20.82%	19.36%	18.77%
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	17,046	22,325	34,157
同比增长	158.9%	14.3%	31.0%	53.0%
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	17,346	22,325	34,157
同比增长	144.4%	12.5%	28.7%	53.0%
减: 所得税	2,569	2,949	4,018	6,831
五、净利润	12,845	14,397	18,306	27,325
减: 少数股东损益	1,801	1,500	1,575	1,654
归属于母公司所有者的净利润	11,044	12,897	16,731	25,672
同比增长	117.2%	16.8%	29.7%	53.4%
六、每股收益(发行后股本摊薄, 元)	0.69	0.81	1.05	1.60

数据来源: 国都证券研究所

## 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, 国都证券研究所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	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com