

中顺洁柔（002511）：国内生活用纸行业先锋

造纸包装

合理价：32.80~36.90 元

报告日期：2010 年 11 月 25 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	161869	170138	212861	294154
(+/-)	11.95%	5.11%	25.11%	38.19%
营业利润	14917	17248	21399	33444
(+/-)	158.91%	15.62%	24.07%	56.29%
归属于母公司 的净利润	11044	13043	16410	26362
(+/-)	117.25%	18.10%	25.81%	60.65%
每股收益（元）	0.92	0.82	1.03	1.65

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010-11-15/2010-11-25
发行后总股本（万股）	16,000
发行股数（万股）	4,000
发行价格（元）	38.00
发行市盈率（倍）	42.41
发行动态市盈率（倍）	56.55
行业滚动市盈率（倍）	40
第一大股东	中顺集团
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	40.08%/30.06%
发行前每股净资产（元）	4.21
发行前资产负债率	65.88%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相造纸包装组

010-66045804 wangpy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行A股4000万股，占发行后总股本25%，发行后的总股本16000万股。公司控股股东为中顺集团，直接持有公司40.08%的股份。公司实际控制人为邓氏家族，控制本公司72.58%的股份。
- 公司生产和销售高档生活用纸。公司主要产品为“洁柔”和“太阳”品牌的卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司在广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感和四川成都建有五大生产基地，拥有覆盖全国的销售网络，产品不仅供应国内市场，还销往香港、澳门、澳大利亚、日本、中东和东南亚等国家和地区。
- 公司在国内生活用纸行业中具有较明显的竞争优势。公司是目前国内唯一同时能生产可湿水系列和柔润系列生活用纸产品的企业。2007年、2008年和2009年，按国内生活用纸销售金额计算，公司的市场占有率分别约为4.03%、3.86%和3.89%。
- 募集资金项目完善公司生产基地的布局。公司本次IPO计划公开发行4000万股，拟募集资金7.9亿元，用于唐山、中山及江门生产基地的建设及产能扩张，项目建设期为2年，预计2012年底建设完成。公司本次募集资金运用均围绕主营业务进行，在现有产品基础上提升产能，同时完善公司的生产基地布局，提高市场占有率。
- 盈利预测及估值。我们预计公司2010年-2012年实现归属于母公司净利润为1.30亿元，1.64亿元，2.64亿元，按增发后总股本1.60亿股摊薄计算，对应的2010-2012年的EPS为0.82元、1.03元、1.65元。目前天相造纸包装行业动态市盈率为40倍，考虑公司的盈利水平较高，而公司议价能力将逐渐增强，成本转嫁能力较强。且公司具有较高的成长性，主营品牌生活用纸属于快速消费品，在行业估值的基础上给予一定的溢价，我们认为可给予公司按2010年全面摊薄EPS即0.82元的40-45倍的市盈率，合理的目标估值为32.8~36.9元之间。
- 公司面临的主要风险：纸浆价格大幅波动的风险；区域市场竞争风险；汇率波动风险。

正文目录

1. 公司概况.....	3
1.1 公司基本情况.....	3
1.2 公司股本结构.....	3
2. 行业概况.....	4
2.1 生活用纸市场需求持续快速增长.....	4
2.2 当前人均消费量较低，未来市场空间巨大.....	5
2.3 生活用纸国际市场竞争力进一步提高.....	5
3. 公司主营业务分析.....	6
3.1 公司主营业务收入构成.....	6
3.2 公司主要产品产销率、价格及市场份额.....	7
4. 成本构成状况.....	8
5. 募集资金项目分析.....	8
6. 公司竞争优势.....	9
6.1 良好品牌形象赋予公司较强的市场定价能力.....	9
6.2 良好的研发能力.....	9
6.3 全国性的生产基地布局.....	10
6.4 覆盖全国的营销网络.....	10
7. 盈利预测与估值分析.....	10
7.1 盈利预测.....	10
7.2 估值—合理价位 32.8-36.9 元.....	11
8. 风险揭示.....	11

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系.....	3
图表 2 发行前后股本结构对比.....	4
图表 3 中国生活用纸行业增长图.....	4
图表 4 2007 年世界生活用纸人均消费量（KG/人）.....	5
图表 5 我国生活用纸进出口量变化情况.....	6
图表 6 公司主营业务收入分产品构成.....	6
图表 7 公司主要产品产销率.....	7
图表 8 公司主要产品平均价格.....	7
图表 9 公司产品市场份额变动情况.....	8
图表 10 公司主要原材料占比情况.....	8
图表 11 公司毛利对产品售价变动及原材料价格变动敏感性分析（2009 年度数据）.....	8
图表 12 募集资金项目具体扩产计划.....	9
图表 13 募集资金项目达产后，公司产能变化情况.....	9
图表 14 中顺洁柔盈利预测（单位：万元）.....	10

图表 2 发行前后股本结构对比

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(股)	比例(%)	股数(股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	120,000,000	100.00	120,000,000	75.0000
中顺集团	48,098,640	40.0822	48,098,640	30.0617
香港中顺	34,356,240	28.6302	34,356,240	21.4727
隆兴投资	12,000,000	10.0000	12,000,000	7.5000
佳畅贸易	6,639,000	5.5325	6,639,000	4.1494
中基投资	4,642,200	3.8685	4,642,200	2.9014
华明光源	3,608,400	3.0070	3,608,400	2.2553
益嘉贸易	3,173,520	2.6446	3,173,520	1.9835
亨茂贸易	2,908,680	2.4239	2,908,680	1.8179
加德信	2,553,240	2.1277	2,553,240	1.5958
新达投资	1,800,000	1.5000	1,800,000	1.1250
一帆投资	80,040	0.0667	80,040	0.0500
辉龙投资	80,040	0.0667	80,040	0.0500
裕龙投资	60,000	0.0500	60,000	0.0375
二、本次发行流通股	-	-	40,000,000	25.00
合 计	120,000,000	100.00	160,000,000	100.00

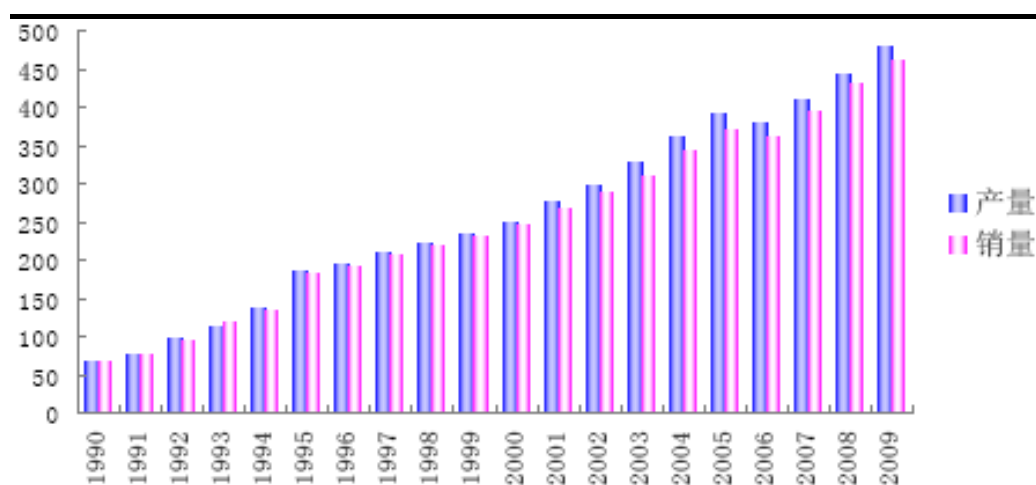
资料来源：招股说明书

2. 行业概况

2.1 生活用纸市场需求持续快速增长

生活用纸行业与人们的日常生活紧密相连，其发展水平和经济发展水平密切相关。自90年代以来，国内生活用纸行业随着我国经济发展迅速。生活用纸总产量从1990年的67.9万吨增长到2009年的479.1万吨，平均增长率为10.83%；总销售量从1990年的67.9万吨增长到2009年的461.9万吨，平均增长率为10.62%。其中，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，呈现出其消费刚性需求的特点。

图表 3 中国生活用纸行业增长图

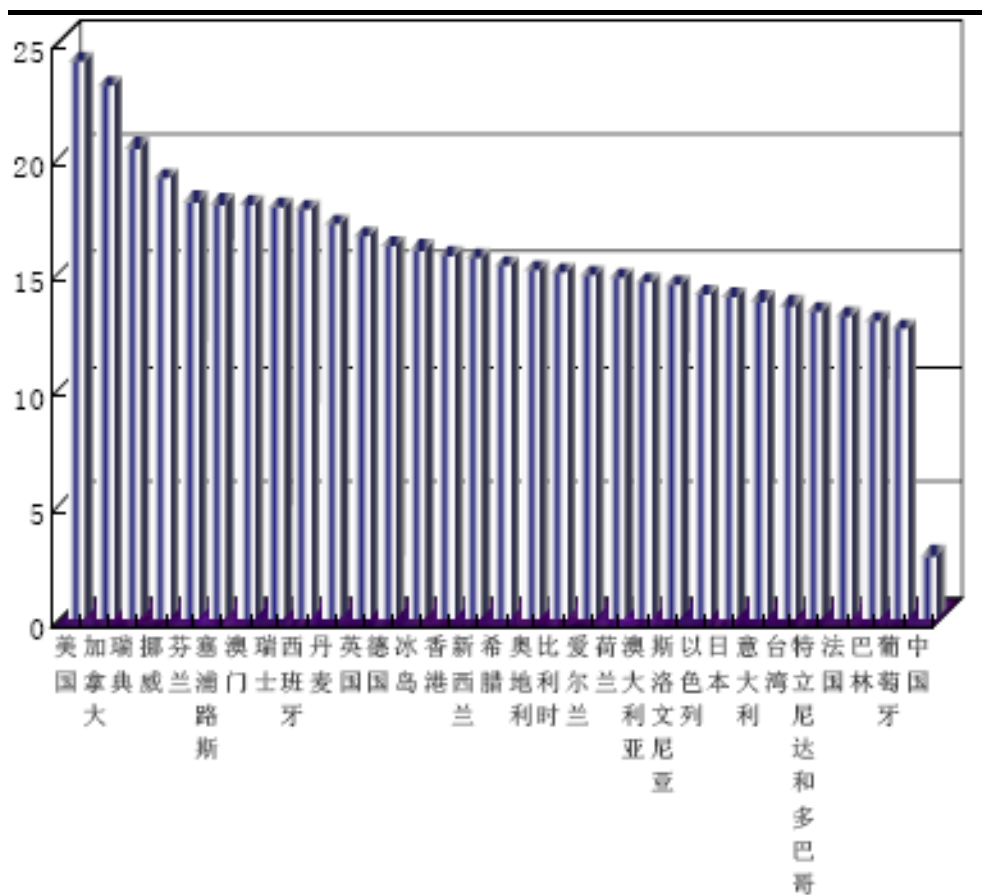


数据来源：招股说明书

2.2 当前人均消费量较低，未来市场空间巨大

我国2007年、2008年和2009年生活用纸人均消费量分别为2.70千克、2.95千克和3.14千克，而2009年世界人均生活用纸消费量已经达到4.1千克。其中，北美的人均生活用纸年消费量更是在2004年就已经达到了27千克。而2007年生活用纸主要消费国的人均生活用纸年消费量也普遍达到13—20千克。因此，从人均消费量的角度看，我国生活用纸与世界平均水平还有一定差距，与经济发达国家和地区相比差距巨大，未来市场空间巨大。

图表 4 2007 年世界生活用纸人均消费量（KG/人）



资料来源：招股说明书

2.3 生活用纸国际市场竞争力进一步提高

我国生活用纸的出口量快速增长，而进口量呈下降趋势。2008年，全球性金融危机导致国外消费减少，我国生活用纸的出口贸易增速虽然有所放缓，但仍保持持续增长态势，充分显示了我国生活用纸产品在国际市场上具有较强竞争力。

图表 5 我国生活用纸进出口量变化情况

项目	2007 年 (万吨)	2008 年 (万吨)	2009 年 (万吨)	年平均增长率 (%)
出口量	38.86	41.20	44.5	7.01
进口量	2.26	2.10	2.3	0.88
净出口量	36.60	39.10	42.2	7.38

资料来源：招股说明书

3. 公司主营业务分析

公司以生产和销售中高档生活用纸为主，主要产品为“洁柔”和“太阳”品牌的卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。

3.1 公司主营业务收入构成

图表 6 公司主营业务收入分产品构成

产品类别	2010 年 1-6 月	2009 年度		2008 年度		2007 年度
	金额 (万元)	金额 (万元)	增幅 (%)	金额 (万元)	增幅 (%)	金额 (万元)
卷纸	47,465.37	98,170.62	14.52	85,722.53	16.69	73,460.46
软抽纸	20,202.03	35,835.81	46.31	24,492.72	32.59	18,472.08
手帕纸	10,366.11	16,563.45	5.04	15,768.09	58.06	9,975.84
盒巾纸	2,976.82	7,409.40	-12.43	8,461.21	-2.13	8,645.08
其他	3,337.56	3,670.25	-60.58	9,309.60	-7.23	10,034.84
合计	84,347.89	161,649.53	12.45	143,754.15	19.21	120,588.29

资料来源：招股说明书

(1) 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。

(2) 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。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例从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。

(3) 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。

3.2 公司主要产品产销率、价格及市场份额

图表 7 公司主要产品产销率

产品类别	2010 年 1-6 月		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷 纸	4.628	4.744	102.51
软抽纸	1.575	1.572	99.81
手帕纸	0.634	0.643	101.42
盒巾纸	0.181	0.179	98.90
其他	0.297	0.314	105.72
合 计	7.315	7.452	101.87
产品类别	2009 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷 纸	10.405	10.400	99.95
软抽纸	2.999	3.063	102.13
手帕纸	1.104	1.111	100.63
盒巾纸	0.471	0.473	100.42
其他	0.373	0.381	102.14
合 计	15.352	15.428	100.50
产品类别	2008 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷 纸	8.842	8.467	95.76
软抽纸	2.152	2.114	98.23
手帕纸	1.055	1.046	99.15
盒巾纸	0.579	0.566	97.75
其他	0.993	0.972	97.89
合 计	13.621	13.165	96.65
产品类别	2007 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷 纸	7.996	7.863	98.34
软抽纸	1.881	1.854	98.56
手帕纸	0.795	0.777	97.74
盒巾纸	0.683	0.671	98.24
其他	1.180	1.169	99.07
合 计	12.535	12.334	98.40

资料来源：招股说明书

图表 8 公司主要产品平均价格

产品类别	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年
	平均单价 (元/吨)	增长率 (%)	平均单价 (元/吨)	增长率 (%)	平均单价 (元/吨)	增长率 (%)	平均单价 (元/吨)
卷 纸	10,004.50	5.99	9,439.48	-6.77	10,124.87	8.38	9,342.04
软抽纸	12,853.09	9.86	11,699.58	1.00	11,583.83	16.24	9,965.12
手帕纸	16,117.20	8.11	14,908.59	-1.09	15,073.29	17.36	12,843.68
盒巾纸	16,638.91	6.22	15,664.52	4.80	14,946.88	16.10	12,874.42

资料来源：招股说明书

图表 9 公司产品市场份额变动情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
全行业销售额（亿元）	307.0	374.4	415.7
本公司销售额（亿元）	12.36	14.46	16.19
市场占有率（%）	4.03	3.86	3.89

资料来源：招股说明书

公司主要产品产销量呈饱和状态，且部分产品已销大于产。而随着公司产品市场份额的逐年上升，公司产品需求量将进一步增长。

4. 成本构成状况

公司产品的原材料是纸浆、包装材料和辅料等。其中纸浆占生产成本近 60%。

图表 10 公司主要原材料占比情况

项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额 (万元)	占生产 成本比 例 (%)	金额 (万元)	占生产 成本比 例 (%)	金额 (万元)	占生产 成本比 例 (%)	金额 (万元)	占生产 成本比 例 (%)
纸浆	33,569.88	57.55	57,499.83	53.40	66,395.81	58.54	59,662.95	60.28
包装材料	6,677.86	11.45	13,318.63	12.37	13,592.44	11.98	10,990.27	11.10
辅料	5,459.94	9.36	13,365.82	12.41	12,577.58	11.09	10,712.43	10.82

资料来源：招股说明书

图表 11 公司毛利对产品售价变动及原材料价格变动敏感性分析（2009 年度数据）

项目	售价/原材料价格变动幅度				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
产品售价变动导致毛利变动幅度	-28.47%	-14.24%	-	14.24%	28.47%
纸浆价格变动导致毛利变动幅度	9.87%	4.93%	-	-4.93%	-9.87%

资料来源：招股说明书

在其他因素不变的情况下，公司盈利能力对售价最敏感：公司售价提高 10%可以带来约 28.47%的毛利额提升；主要原材料纸浆价格提高 10%会带来 9.87%的毛利额降低。相对于原材料价格，公司盈利能力对销售价格更为敏感。

5. 募集资金项目分析

公司本次 IPO 计划公开发行 4000 万股，拟募集资金 7.9 亿元，用于唐山、中山及江门生产基地的建设及产能扩张，项目建设期为 2 年，预计 2012 年底建设完成。

公司本次募集资金运用均围绕主营业务进行，在现有产品基础上提升产能，同时完善公司的生产基地布局，提高市场占有率。



图表 12 募集资金项目具体扩产计划

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	投资时间计划	
			第一年	第二年
1	唐山新建项目	21,034.40	11,034.40	10,000.00
2	中山新增项目	33,000.00	17,000.00	16,000.00
3	江门新建项目	25,000.00	11,585.00	13,415.00
合计		79,034.40	39,619.40	29,415.00

资料来源：招股说明书

其中，河北唐山生产基地的建成将新增产能 5 万吨/年，可进一步完善公司的生产基地布局，并且大幅降低运输成本，提高公司在华北区市场的竞争力。中山新增项目将新增产能 7 万吨/年及江门新建项目将新增产能 5 万吨/年，将为华南区新增产能 12 万吨/年，公司合计将新增产能 17 万吨/年。

图表 13 募集资金项目达产后，公司产能变化情况

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	4.10	7.00	11.10	170.73
江门生产基地	4.70	5.00	9.70	106.38
唐山生产基地	-	5.00	5.00	-
浙江生产基地	2.80	-	2.80	-
湖北生产基地	2.50	-	2.50	-
四川生产基地	4.50	-	4.50	-
合计	18.60	17.00	35.60	91.40

资料来源：招股说明书

6. 公司竞争优势

6.1 良好品牌形象赋予公司较强的市场定价能力

公司致力于培养自主品牌，在品牌建设方面获得了广泛的认可和尊重。同时由于具有良好的品牌形象和产品美誉度，公司在进口木浆价格持续上涨并带动生产成本快速升高的情况下，多次对产品价格进行了上调，产品销售量未因价格上涨而下降，保持了稳步上升态势，展现了公司较强的市场定价能力。

6.2 良好的研发能力

公司拥有完备的产品开发体系，下属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，在行业中处于领先地位。

公司是目前国内唯一同时能生产可湿水系列和柔润系列生活用纸产品的企业。公司推出的“洁柔可湿水系列”和“洁柔柔润系列”产品均属国内首创。公司在国内生活用纸行业中具有较明显的竞争优势。

6.3 全国性的生产基地布局

公司依托下属子公司江门中顺、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。

此外，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。

6.4 覆盖全国的营销网络

公司建立了完善的营销网络。目前，公司拥有近 700 名一级经销商，营销网络覆盖全国绝大部分地（县）级城市。公司与沃尔玛、家乐福和百佳等大型连锁卖场建立战略合作关系，通过其销售产品。另外，公司还利用商用渠道进行产品销售，中石化、中石油、中国移动和建设银行是公司主要的商销客户。

7. 盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测

我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润为 1.30 亿元、1.64 亿元、2.64 亿元，按增发后总股本 1.60 亿股摊薄计算，对应的 2010-2012 年的 EPS 为 0.82 元、1.03 元、1.65 元。

图表 14 中顺洁柔盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	161,869	170,138	212,861	294,154
减：营业成本	105,124	115,204	144,100	197,762
营业税金及附加	711	681	851	1,177
资产减值损失	120	85	213	294
销售费用	29,548	25,521	34,058	44,123
管理费用	8,218	8,507	11,707	16,178
财务费用	3,231	2,892	532	1,177
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0

二、营业利润	14,917	17,248	21,399	33,444
加：营业外收入	605	255	319	441
减：营业外支出	107	170	213	294
三、利润总额	15,415	17,333	21,505	33,591
减：所得税	2,569	2,600	3,226	5,039
四、净利润	12,845	14,733	18,280	28,552
归属母公司所有者的净利润	11,044	13,043	16,410	26,362
少数股东权益	1,801	1,690	1,870	2,190
每股收益(元)	0.92	0.82	1.03	1.65

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

7.2 估值—合理价位 32.8-36.9 元

目前天相造纸包装行业动态市盈率为 40 倍，考虑公司的盈利水平较高，而公司议价能力将逐渐增强，成本转嫁能力较强。且公司具有较高的成长性，主营品牌生活用纸属于快速消费品，在行业估值的基础上给予一定的溢价，我们认为可给予公司按 2010 年全面摊薄 EPS 即 0.82 元的 40-45 倍的市盈率，合理的目标估值为 32.8~36.9 元之间。

8. 风险揭示

1、纸浆价格大幅波动的风险

公司生产用主要原材料是纸浆。而纸浆是国际性大宗原材料，其价格受世界经济周期的影响明显，且波动幅度较大。近三年一期，公司生产耗用的纸浆成本占生产成本的比重分别为 60.28%、58.54%、53.40%和 57.55%。因此，公司面临纸浆价格大幅度波动的风险。

2、区域市场竞争风险

由于生活用纸单位价值较低，运输费用占销售价格的比重较大，受运输半径因素的制约，生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。此次公司拟新建唐山生产基地，将加剧该区域市场的竞争，影响初期市场的公司盈利能力。

3、汇率波动风险

公司进口机器设备和纸浆及向海外市场销售产品主要采用港元和美元作为结算币种。近年来，随着世界经济和金融一体化程度的加深，经济周期的频繁和世界经济发展速度的差异导致汇率波动频繁且波动幅度加大。因此，公司面临一定的汇率波动风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100