

中顺洁柔(002511)

公司研究/深度报告

成本压力缓解，行业增长仍是成长主动力

深度研究报告/造纸印刷行业

2011 年 11 月 25 日

报告摘要:

● 成本压力将逐渐缓解

公司位列国内生活用纸行业第一梯队，产品远销海内外。但受到木浆价格上涨、限电限气等多种原因的影响，公司产品成本上升压力较大，产能方面也受到影响，导致公司收入情况和盈利能力受到较大冲击。生活用纸作为快速消费品，公司对下游有着成本压力转移能力，同时随着各种压力的减缓以及产能的逐渐恢复常态，公司业绩将逐步回升。

● 行业的增长仍是公司成长的主动力

我国目前的生活用纸消费量仅次于北美和西欧地区，位居世界第三位，但由于人口众多，2010 年我国生活用纸的人均消费量仅为 3.48 千克，尚未达到 4.1 千克的世界平均水平，相比北美（25 千克）、日本和西欧（15 千克）、中国港澳台（10 千克以上）还有相当大的差距，可见未来仍有着较大的上升空间，相关预计显示 2015 年前中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%。

● 高端产品占比逐渐上升，高端市场有较大发展空间

数据显示，我国卫生纸市场份额占比为 66.5%，而欧美、日本等发达国家厕用卫生纸的占比约在 55% 左右，可见我国卫生纸占比仍较高，其他品位占比有较大的提升空间。从生活用纸行业发展趋势来看，非厕用卫生纸品类的占比将逐渐提升。公司产品品类中软抽纸和手帕纸均为高端产品，2010 年两类产品占公司营收比例分别为 22.74%、11.90%，且占比逐渐提升，预计未来将成为公司最具增长潜力的产品

● 盈利预测

维持对公司的业绩预期不变，预计公司 2011-2013 年期间公司营业收入营业收入分别为 19.97 亿元、21.6 亿元、25.91 亿元，基本每股收益为 0.86 元、1.15 元、1.5 元，维持“谨慎推荐”评级，维持 30 元—34 元合理估值不变。

● 风险提示

1) 木浆价格波动；2) 产能释放受到抑制；

谨慎推荐

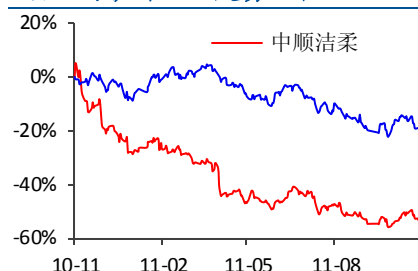
维持评级

合理估值： 30—34 元

交易数据 (2011-11-24)

收盘价(元)	25.04
近 12 个月最高/最低	54.99/21.25
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
流通股比例%	25.00%
总市值(亿元)	40.06
流通市值(亿元)	10.02

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100511010013

电话：(8610)85127646

Email: wangli@mszq.com

相关研究

1、《中顺洁柔深度研究报告：行业增长助力公司成长》2011.05.25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,779	1,997	2,160	2,591
增长率(%)	9.90%	12.28%	8.17%	19.94%
归属母公司股东净利润(百万元)	109	138	184	240
增长率(%)	-1.41%	26.68%	33.16%	30.89%
每股收益(元)	0.88	0.86	1.15	1.50
PE	28.45	29.05	21.81	16.67
PB	2.01	1.88	1.73	1.57

资料来源：民生证券研究所

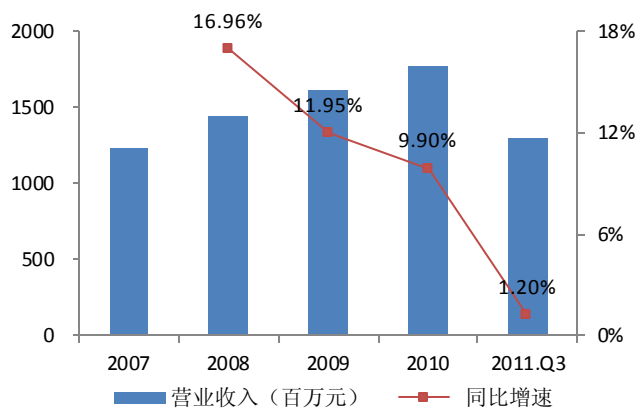
目录

一、成本压力将逐渐缓解.....	3
二、行业的增长仍是公司成长的主动力.....	4
三、高端产品占比逐渐上升，高端市场有较大发展空间	5
四、盈利预测与投资建议.....	7
五、风险提示	7
插图目录	9

一、成本压力将逐渐缓解

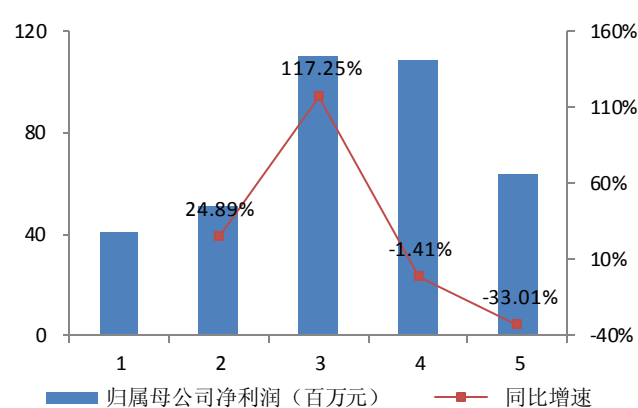
木浆在公司产品成本占比较高,公司盈利能力受到木浆价格变化影响较大。生活用纸作为快速消费品,消费者对价格敏感性不高,在一定范围内能很好的转移价格压力,木浆价格的上涨对公司下游销售影响不大。

图 1: 中顺洁柔近年营收情况



资料来源: 公司资料、民生证券研究所

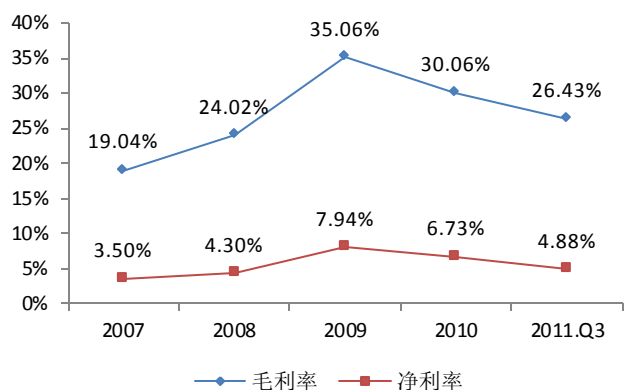
图 2: 中顺洁柔近年净利润情况



资料来源: 公司资料、民生证券研究所

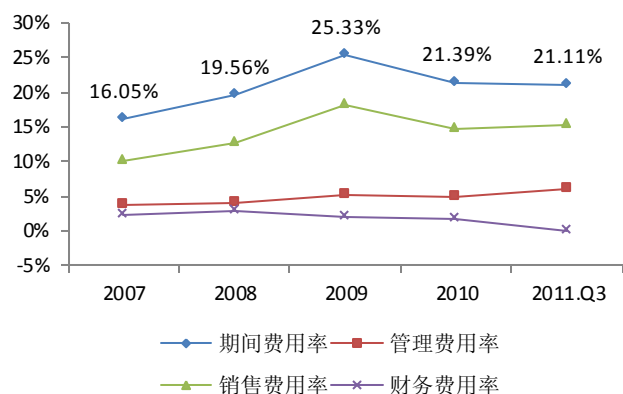
今年以来公司对产品的销售价格进行了部分调整,但由于同时受到其他生产成本上浮的影响,且价格调整幅度没有与成本同比上升,公司收入情况仍然受到了冲击。随着木浆价格的下降、公司应对天然气不足和突发性停电等因素导致的产能下滑措施的生效,产能逐渐平稳释放,成本压力逐步缓解,公司盈利能力将逐步回升。

图 3: 中顺洁柔毛利率与净利率情况



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

图 4: 中顺洁柔期间费用率情况

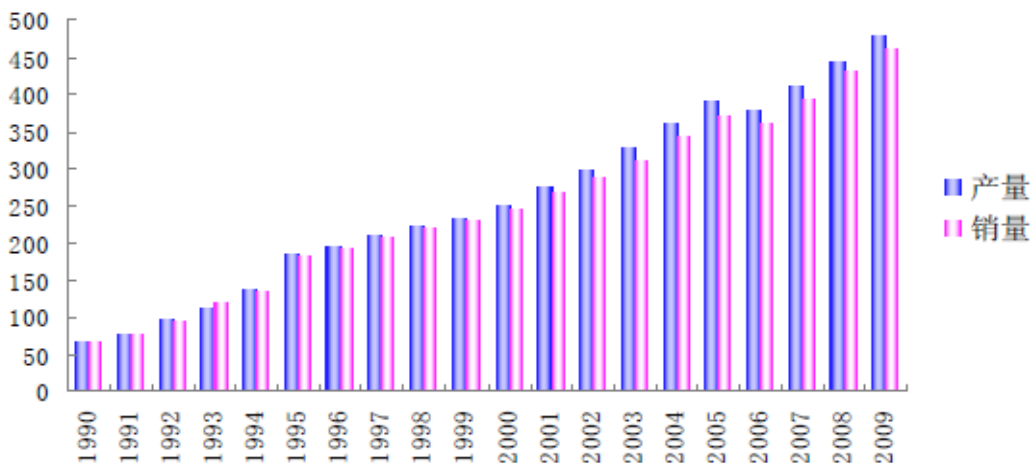


资料来源: 公开资料、民生证券研究所

二、行业的增长仍是公司成长的主动动力

生活用纸的发展水平和经济发展水平密切相关,国民经济增长和人们生活水平的提高,近年纸巾纸(软抽纸、手帕纸、盒抽纸等)销售增长迅速。我国生活用纸行业保持了持续高速增长势头,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%。

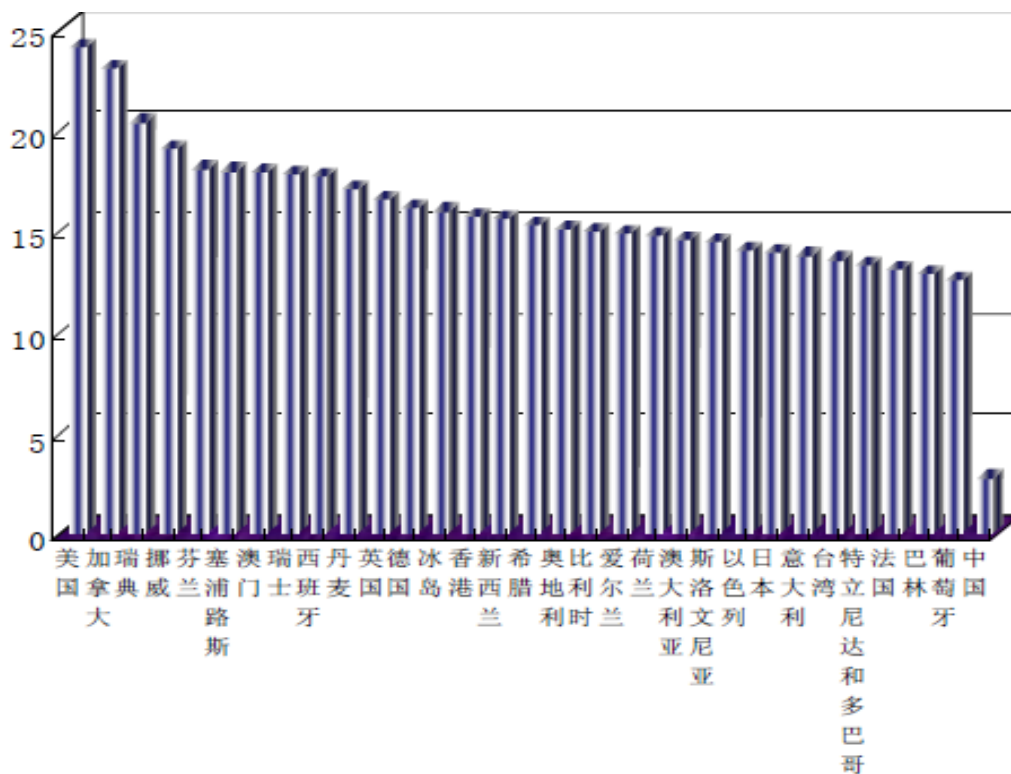
图 5: 中国生活用纸行业增长图



资料来源:《2009 生活用纸行业年度报告》、民生证券研究所

中国目前的生活用纸消费量仅次于北美和西欧地区,位居世界第三位,但由于人口众多,2010 年我国生活用纸的人均消费量仅为 3.48 千克,尚未达到 4.1 千克的世界平均水平,相比北美(25 千克)、日本和西欧(15 千克)、中国港澳台(10 千克以上)还有相当大的差距。

图 6: 2007 年世界生活用纸人均消费量 (KG/人)



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

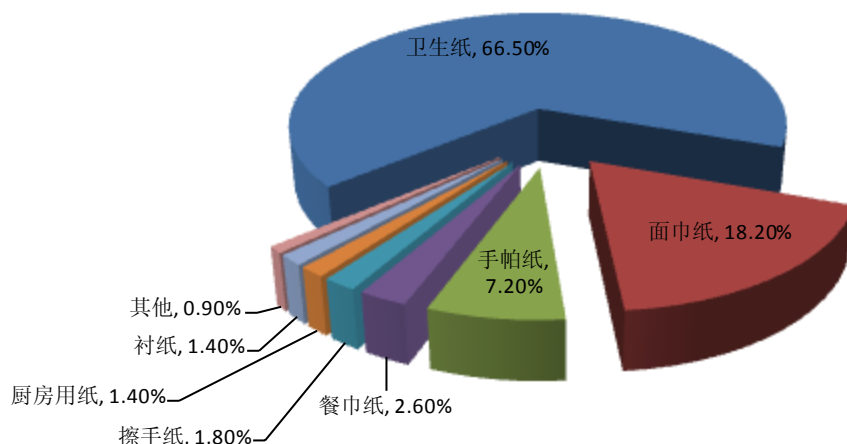
随着我国经济的发展和城市化、国际化进程的加快, 市场需求潜力将不断释放, 生活用纸的产量和消费量将继续快速增长, 中国正成为全球最大的生活用纸生产国和消费国。根据《世界卫生纸》杂志的调查, 中国新增卫生纸机项目居全球首位, 在 2010~2012 年期间全球新增产能中占 53%, 约 238 万吨。数据显示, 2015 年之前, 中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%。

三、高端产品占比逐渐上升, 高端市场有较大发展空间

生活用纸与人们日常生活密切相关, 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, 厕用卫生纸 (主要为卷纸) 占比较大, 纸巾纸 (含面巾纸、手帕纸和餐巾纸等) 占比较小。

中国造纸协会生活用纸委员会调查显示, 在 2010 年国内消费的生活用纸中, 卫生纸占主导地位, 约占 66.5% 的市场份额, 其他品类依次是面巾纸 18.2%、手帕纸 7.2%、餐巾纸 2.6%、擦手纸 1.8%、厨房用纸 1.4%、衬纸 1.4% 等。

图 7: 2010 年我国生活用纸构成

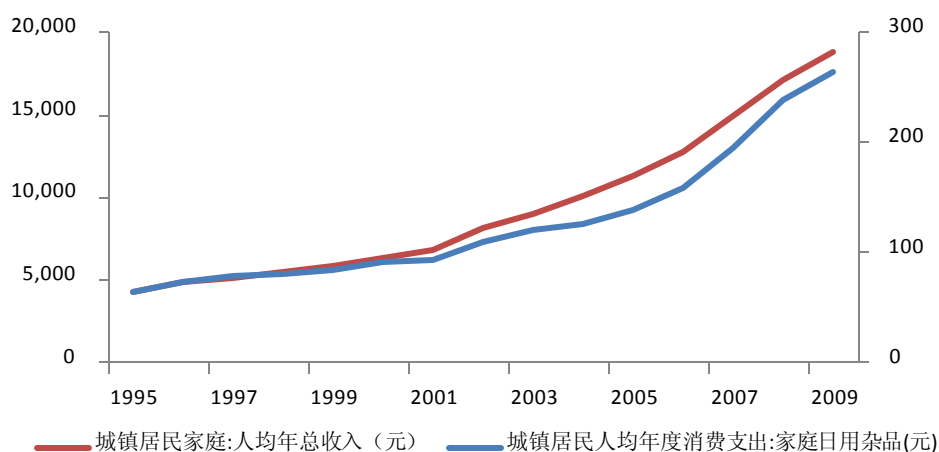


资料来源:《2010 生活用纸行业年度报告》、民生证券研究所

欧美、日本等发达国家厕用卫生纸的占比约在 55%左右, 而我国卫生纸占比仍较高, 其他品类占比有较大的提升空间, 从近年生活用纸发展趋势来看, 各大企业都在努力提高非厕用卫生纸品类的占比。

随着人们生活水平的提高, 人们对生活用纸用量需求增加的同时, 对品类和产品质量的需求也在提高, 中高端产品的比例将逐渐提升, 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%。从目前各龙头企业产能扩张方向也可以看到, 新增产品主要是针对高端市场, 说明对高端市场在我国还有较大的发展空间。

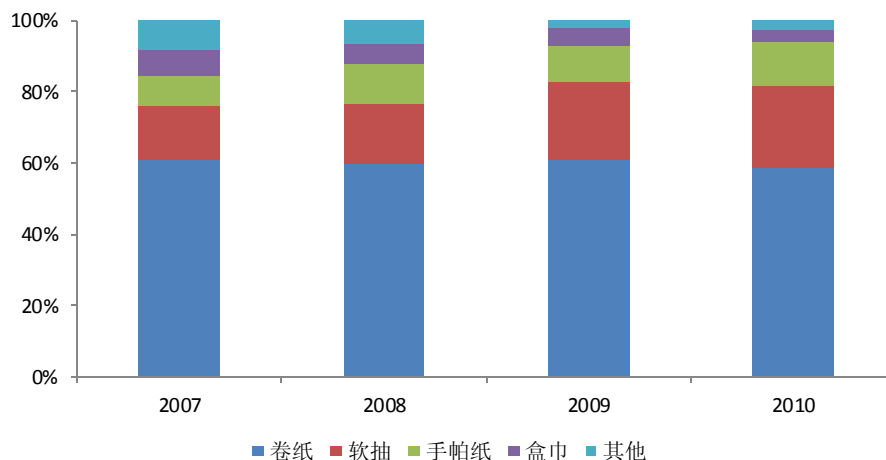
图 8: 我国城镇居民家庭收入与日杂用品支出情况



资料来源: Wind 资讯、民生证券研究所

而目前公司拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌。从产品结构来看公司最为主要的产品是卷纸, 2010 年卷纸的收入占比达 57.5%; 其次, 另一主力产品软抽纸占比逐渐上升, 2007-2010 年占比分别为 15.32%、17.04%、22.17%、22.74%。

图 9：中顺洁柔近年收入构成情况



资料来源：公开资料、民生证券研究所

从近年销售情况来看，公司整体增速有放缓的趋势，2010 年主营收入增速仅 7.93%；而软抽纸和手帕纸成为公司增速最快的产品，2010 年增速分别达 12.89% 和 27.90%。随着中高端产品占比提升，软抽纸和手帕纸将成为公司最具增长潜力的产品。

四、盈利预测与投资建议

生活用纸行业在国内仍处于一个增长时期，且行业集中度正在逐步提前，作为行业龙头企业在行业趋向于集中的过程将获得充分受益。公司募投项目建成基本上都在 2012 年底之前，完全达产至少到 2013 年。维持对公司的业绩预期不变，预计公司 2011-2013 年期间公司营业收入营业收入分别为 19.97 亿元、21.6 亿元、25.91 亿元，基本每股收益为 0.86 元、1.15 元、1.5 元，维持“谨慎推荐”评级，维持 30 元—34 元合理估值不变。

五、风险提示

- 1) 木浆价格波动；
- 2) 产能释放受到抑制；

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,779	1,997	2,160	2,591
减：营业成本	1,244	1,395	1,491	1,763
营业税金及附加	6	9	9	11
销售费用	261	297	321	385
管理费用	89	126	137	164
财务费用	30	20	(2)	(2)
资产减值损失	7	(2)	(2)	(2)
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	141	152	206	272
加：营业外收支净额	3	9	9	9
三、利润总额	144	161	215	281
减：所得税费用	24	23	31	41
四、净利润	120	138	184	241
归属于母公司的利润	109	138	184	240
五、基本每股收益 (元)	0.68	0.86	1.15	1.50

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	29.76	25.21	19.60
成长能力:				
营业收入同比	9.90%	12.28%	8.17%	19.94%
营业利润同比	-5.8%	8.5%	35.1%	32.2%
净利润同比	-6.77%	15.36%	33.16%	30.9%
营运能力:				
应收账款周转率	7.79	7.99	7.85	8.24
存货周转率	5.24	4.57	4.52	4.81
总资产周转率	0.75	0.68	0.80	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	30.1%	30.1%	31.0%	32.0%
净利率	6.1%	6.9%	8.5%	9.3%
总资产净利率 ROA	5.1%	4.7%	6.8%	8.1%
净资产收益率 ROE	9.5%	6.7%	8.3%	9.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.01	0.99	1.08	1.22
资产负债率	38.4%	70.1%	65.3%	61.6%
长期借款/总负债	2.9%	2.0%	2.0%	1.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.86	1.15	1.50
每股经营现金流量	0.54	0.95	0.92	1.49
每股净资产	12.48	13.34	14.49	16.00

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,715	984	1,069	1,288
应收票据	1	1	1	1
应收账款	236	264	286	343
预付账款	45	51	55	66
其他应收款	18	20	22	27
存货	412	462	494	584
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,427	1,783	1,927	2,309
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	705	716	740	719
在建工程	16	69	69	69
无形资产	70	63	56	49
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	814	848	865	837
资产总计	3,241	2,631	2,791	3,146
短期借款	761	1,345	1,345	1,345
应付票据	102	114	122	144
应付账款	191	214	229	271
预收账款	25	28	30	35
其他应付款	99	99	52	99
应交税费	6	6	6	6
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,205	1,806	1,784	1,900
长期借款	36	36	36	36
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	1,244	1,844	1,822	1,938
股本	160	160	160	160
资本公积	1,605	1,605	1,605	1,605
留存收益	229	367	551	791
少数股东权益	3	3	4	4
所有者权益合计	1,997	2,135	2,319	2,560
负债和股东权益合计	3,241	3,979	4,141	4,498

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	87	152	147	239
投资活动现金流量	(286)	(102)	(65)	(21)
筹资活动现金流量	1,507	(781)	2	2
现金及等价物净增加	1,308	(731)	84	220

插图目录

图 1: 中顺洁柔近年营收情况.....	3
图 2: 中顺洁柔近年净利润情况.....	3
图 3: 中顺洁柔毛利率与净利率情况.....	3
图 4: 中顺洁柔期间费用率情况.....	3
图 5: 中国生活用纸行业增长图.....	4
图 6: 2007 年世界生活用纸人均消费量 (KG/人).....	5
图 7: 2010 年我国生活用纸构成.....	6
图 8: 我国城镇居民家庭收入与日杂用品支出情况.....	6
图 9: 中顺洁柔近年收入构成情况.....	7

分析师简介

王力，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，曾覆盖家电、计算机及信息服务等行业，目前覆盖造纸印刷行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040