

中顺洁柔 (002511)

造纸/轻工制造

发布时间: 2012-08-09

报告类型 / 公司动态报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎增持

收获与扩张并存——2012 年半年报点评

报告摘要:

2012 年上半年, 公司实现营业总收入 10.89 亿元, 同比增长 31.6%, 实现营业利润 8632 万元, 同比增长 67%, 实现归属母公司所有者的净利润 6573 万元, 同比增长 37.6%, 基本每股收益 0.32 元; 公司预计 2012 年 1-9 月利润同比增长 40%—70%。

突破产能瓶颈。公司主营业务为生活用纸, 拥有洁柔和太阳两个系列产品, 其消费属性决定行业的稳步增长, 报告期内公司收入同比增长 31.6%, 环比一季度增长 10.8%, 产能逐步释放贡献收入。随着江门基地 2.5 万吨项目的投产, 2011 年公司产能达 21 万吨, 实际产量为 17 万吨, 大量新增产能将于 2012 年投产, 我们预计 2012 年公司产能将达到 33 万吨。未来两年新增产能以及渠道建设, 有望使收入实现 30% 以上的增长。

公司投资逻辑。生活用纸消费属性较强, 公司对终端有一定的价格控制能力, 原材料价格变动对成本的影响制约盈利水平, 终端渠道的建立决定收入的增幅, 而品牌影响力决定利润在生产商、经销商、终端渠道的分配。公司 2012 年面临纸浆价格下降的有力环境, 今年上半年毛利率同比提升 3.2 个百分点至 30.7%; 新增产能突破产能瓶颈, 但考虑到公司新增产能主要集中在华南地区, 2012 年产能利用率或将偏低。从近期公司动向看, 计划在罗定市扩建产能 24 万吨, 一期 12 万吨; 全资子公司天天纸业拟扩建年产 6 万吨高档生活用纸项目; 公司上市后扩张动作明显, 有望逐步巩固市场地位。

盈利预测与投资评级。预计 2012-2014 年公司 EPS 为 0.56 元、0.79 元和 0.98 元, 对应动态 PE 分别为 28.8 倍、20.5 倍和 16.5, 估值不具备优势, 但近两年公司处于扩张期, 且浆价的低位对股价有刺激作用, 我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示。1. 终端渠道建立缓慢, 产能利用率较低; 2. 纸浆价格大幅波动。

股票数据

2012/8/8

收盘价 (元)	18.33
12 个月股价区间 (元)	15.18 ~ 28.13
总市值 (百万元)	3,813
总股本 (百万股)	208
A 股 (百万股)	208
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



相关报告

《中顺洁柔一季报点评: 浆价低位, 毛利率大幅提升》

2012-4-18

《中顺洁柔年报点评: 浆价低位, 进入产能释放期》

2012-4-16

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1779	1856	2386	3075	3865
(+/-)%	9.90%	4.35%	28.54%	28.88%	25.69%
净利润	109	81	117	165	204
(+/-)%	-1.41%	-26.03%	45.04%	40.86%	24.15%
每股收益 (元)	0.52	0.39	0.56	0.79	0.98
市盈率	30.9	41.8	28.8	20.5	16.5
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净资产收益率 (%)	5.46%	3.88%	5.36%	7.07%	8.13%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.35%	0.49%	0.61%
总股本 (百万股)	160	160	160	160	160

证券分析师: 叶长青

(021)20361174 yecq@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	997	515	308	387	净利润	81	111	156	192
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-8	0	0	0
应收款项	364	503	613	790	折旧及摊销	61	66	66	65
存货	509	624	826	997	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	26	-10	-8	2
流动资产合计	1871	1642	1747	2173	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-192	103	389	189
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
固定资产	897	1043	1219	1133	经营活动净现金流量	-37	117	-106	150
无形资产	70	62	55	47	投资活动净现金流量	-306	-198	-228	-170
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-457	-401	127	99
非流动资产合计	969	1106	1273	1179	企业自由现金流	-988	-4294	-1799	-1911
资产总计	2839	2748	3020	3352					
短期借款	401	0	133	253	财务与估值指标				
应付款项	220	411	397	618		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	27	39	46	61	每股指标				
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	每股收益 (元)	0.50	0.50	0.71	0.88
流动负债合计	749	551	677	1034	每股净资产 (元)	12.96	10.42	11.07	11.86
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	-0.23	0.56	-0.51	0.72
其他长期负债	13	13	13	13	成长性指标				
长期负债合计	13	13	13	13	营业收入增长率	4.35%	28.54%	28.88%	25.69%
负债合计	762	564	690	1047	净利润增长率	-26.03%	44.41%	38.45%	22.37%
归属于母公司股东权益合计	2074	2168	2302	2466	盈利能力指标				
少数股东权益	3	15	28	43	毛利率	25.82%	29.00%	29.50%	29.50%
负债和股东权益总计	2839	2748	3020	3556	净利率	4.34%	4.88%	5.25%	5.11%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	49.24	60.05	51.63	57.15
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	184.59	132.62	137.18	131.67
营业收入	1856	2386	3075	3865	偿债能力指标				
营业成本	1377	1694	2168	2725	资产负债率	26.35%	20.54%	22.84%	31.22%
营业税金及附加	9.0	11.5	14.9	18.7	流动比率	2.50	2.98	2.58	2.10
资产减值损失	-8	0	0	0	速动比率	1.66	1.85	1.36	1.14
销售费用	272	398	514	645	费用率指标				
管理费用	103	138	172	209	销售费用率	14.65%	16.70%	16.70%	16.70%
财务费用	5	-10	-8	2	管理费用率	5.57%	5.80%	5.58%	5.40%
公允价值变动净收益	-8	0	0	0	财务费用率	0.29%	-0.42%	-0.27%	0.05%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	分红指标				
营业利润	98	154	215	265	分红比例				
营业外收支净额	13	7	7	7	股息收益率	0.85%	0.35%	0.49%	0.61%
利润总额	111	161	223	272	估值指标				
所得税	30	44	61	75	P/E (倍)	36.4	32.2	22.7	18.4
净利润	81	117	161	197	P/B (倍)	1.4	1.6	1.5	1.4
归属于母公司净利润	81	105	148	183	P/S (倍)	1.6	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	0	12	13	14	净资产收益率	3.88%	5.36%	7.07%	8.13%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760