

# 齐峰新材 (600433.SH) 造纸行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

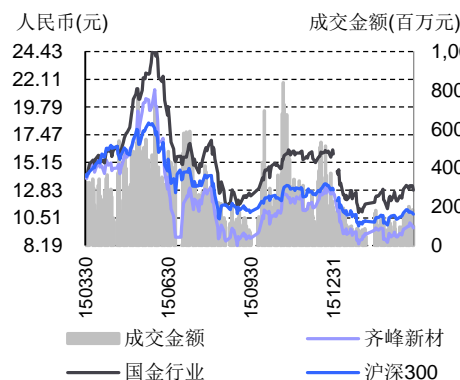
市场价格(人民币): 9.66元

## 业绩低点已过, 来年有望恢复增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	403.57
总市值(百万元)	4,778.67
年内股价最高最低(元)	21.24/8.19
沪深 300 指数	3135.41
深证成指	10094.71



### 相关报告

1. 《产能受限, 公司蓄势待发-齐峰新材 2015 年半年报点评》, 2015.8.31

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.65	0.55	0.63	0.83	1.00
每股净资产(元)	6.10	6.79	7.22	7.60	8.27
每股经营性现金流(元)	1.04	0.25	2.82	0.57	0.61
市盈率(倍)	16	23	15	12	10
行业优化市盈率(倍)	54	71	60	60	60
净利润增长率(%)	44.47%	-1.01%	15.27%	32.07%	20.58%
净资产收益率(%)	10.63%	8.04%	8.72%	10.94%	12.12%
总股本(百万股)	420.44	494.69	494.69	494.69	494.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2015 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 23.56 亿元、2.96 亿元、2.7 亿元, 同比分别下降 7.19%、6.41% 和 1.01%。实现全面摊薄 EPS0.57 元/股, 低于我们的预期。公司 2015 年分配预案为每 10 股派送 2 元(含税)。

### 经营分析

- 业绩下滑主要源自行业供需短期失衡以及除原材料以外的成本上涨。2015 年, 除了公司建成 7 万吨产能以外, 主要竞争对手夏王亦建成 5 万吨产能, 装饰原纸行业产能密集投放, 远高过约 10% 的市场需求年均增速, 造成供需短期失衡、市场竞争加剧, 产品价格下降。在公司生产成本中, 原材料成本占比略有下降: 公司钛白粉采自国内, 价格基本保持稳中略降; 木浆进口价格在人民币贬值背景下企稳反弹。而其他成本构成要素, 包括燃料、人工、动力和制造费用, 在公司三大产品成本的比重均显著提高。
- 加强研发、集聚实力。2015 年, 公司获批了国家级博士后科研工作站, 申报国家专利 6 项, 获得授权发明专利 2 项, 通过了知识产权标准化管理体系认证审核, 数码喷墨打印无纺基纸列入山东省重大成果转化项目, 还被山东省轻工业协会授予“山东省装饰纸产业基地龙头企业”称号。产品研发不断升级: 2015 年, 公司共开发新品种 50 个, 中试 93 个, 批量生产 7843 吨, 形成销量 7295 吨。2016 年 2 月, 公司获批设立博士后科研工作站, 有利于公司吸引和培养高端人才、推动产学研结合。
- 行业景气度有望回升, 龙头地位保障成长。展望 2016 年, 行业主要厂商均无扩产计划, 此前新增产能有望获得消化: 1) 公司的主营业务装饰原纸是房地产产业链的一环, 房地产销售的转暖、二次装修和精装修占比的提高, 将带动装饰原纸需求的稳步提升。以欧洲人均消费装饰原纸测算, 中国的装饰原纸行业产能理论上还有 1 倍的扩产空间; 2) 装饰原纸的应用领域也在不断拓展, 从家具和装饰领域(已经从刨花板和密度板发展到细木工板和多层板, 进一步到生态板和防火板)获得新的突破, 已经可以应用在石材表面、交通工具和家用电器等; 3) 海外需求旺盛, 人民币贬值有助促进公司出口业务发展; 4) 全球钛白粉与木浆总体产能过剩, 我们预期公司原材料成本将长期维持低位。

### 风险因素

- 宏观经济不景气影响装饰原纸消费需求；原材料价格大幅波动；产能释放不达预期。

#### **盈利预测与投资建议**

- 装饰原纸行业景气度有望回升，公司领先优势明显，储备产品逐步打开市场空间，海外销售形成规模，以及潜在产业链整合预期，公司或将重新恢复高速增长态势。我们小幅下调公司 2016-2017 年 EPS 预测至 0.63/0.83 元/股，预计 2018 年 EPS 为 1.00 元/股（三年 CAGR22.44%），对应 PE 分为 15/12/10 倍，维持公司“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,108</b>	<b>2,538</b>	<b>2,356</b>	<b>2,666</b>	<b>3,192</b>	<b>3,875</b>	货币资金	871	883	257	1,003	917	898
增长率		20.4%	-7.2%	13.2%	19.7%	21.4%	应收款项	742	905	1,094	836	1,001	1,216
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,662</b>	<b>-1,920</b>	<b>-1,832</b>	<b>-2,052</b>	<b>-2,448</b>	<b>-2,986</b>	存货	544	376	464	536	639	780
%销售收入	78.8%	75.6%	77.8%	77.0%	76.7%	77.1%	其他流动资产	239	636	877	182	217	265
<b>毛利</b>	<b>446</b>	<b>618</b>	<b>523</b>	<b>614</b>	<b>744</b>	<b>889</b>	流动资产	2,397	2,801	2,693	2,557	2,775	3,158
%销售收入	21.2%	24.4%	22.2%	23.0%	23.3%	22.9%	%总资产	68.7%	69.5%	65.7%	63.9%	64.7%	66.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-6</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.6%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	固定资产	935	1,031	1,238	1,303	1,367	1,427
<b>营业费用</b>	<b>-82</b>	<b>-85</b>	<b>-68</b>	<b>-104</b>	<b>-123</b>	<b>-136</b>	%总资产	26.8%	25.6%	30.2%	32.6%	31.9%	30.1%
%销售收入	3.9%	3.4%	2.9%	3.9%	3.9%	3.5%	无形资产	80	78	130	136	144	152
<b>管理费用</b>	<b>-120</b>	<b>-149</b>	<b>-137</b>	<b>-147</b>	<b>-167</b>	<b>-202</b>	非流动资产	1,094	1,227	1,405	1,442	1,513	1,581
%销售收入	5.7%	5.9%	5.8%	5.5%	5.2%	5.2%	%总资产	31.3%	30.5%	34.3%	36.1%	35.3%	33.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>240</b>	<b>369</b>	<b>313</b>	<b>347</b>	<b>439</b>	<b>535</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,490</b>	<b>4,028</b>	<b>4,097</b>	<b>3,999</b>	<b>4,288</b>	<b>4,739</b>
%销售收入	11.4%	14.6%	13.3%	13.0%	13.8%	13.8%	短期借款	300	480	480	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	应付款项	368	279	219	303	362	441
%销售收入	0.7%	1.5%	1.1%	0.0%	-0.6%	-0.5%	其他流动负债	541	40	28	121	157	190
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-18</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	1,209	800	727	424	519	630
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他长期负债	2	662	10	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.9%	5.9%	0.6%	0.4%	0.4%	<b>负债</b>	<b>1,211</b>	<b>1,462</b>	<b>736</b>	<b>424</b>	<b>519</b>	<b>631</b>
<b>营业利润</b>	<b>222</b>	<b>316</b>	<b>296</b>	<b>350</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,279</b>	<b>2,566</b>	<b>3,361</b>	<b>3,570</b>	<b>3,757</b>	<b>4,090</b>
营业利润率	10.5%	12.5%	12.6%	13.1%	14.4%	14.3%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,490</b>	<b>4,028</b>	<b>4,097</b>	<b>3,999</b>	<b>4,288</b>	<b>4,739</b>
<b>税前利润</b>	<b>222</b>	<b>313</b>	<b>299</b>	<b>351</b>	<b>461</b>	<b>556</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.5%	12.3%	12.7%	13.2%	14.5%	14.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-33</b>	<b>-40</b>	<b>-29</b>	<b>-33</b>	<b>-44</b>	<b>-54</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	12.9%	9.6%	9.5%	9.6%	9.7%	每股收益	0.45	0.65	0.55	0.63	0.83	1.00
<b>净利润</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>270</b>	<b>317</b>	<b>417</b>	<b>502</b>	每股净资产	5.42	6.10	6.79	7.22	7.60	8.27
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.11	1.04	0.25	2.82	0.57	0.61
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>270</b>	<b>311</b>	<b>411</b>	<b>496</b>	每股股利	0.30	0.20	0.30	0.21	0.27	0.33
净利率	9.0%	10.8%	11.5%	11.7%	12.9%	12.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.29%	10.63%	8.04%	8.72%	10.94%	12.12%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.41%	6.78%	6.59%	7.79%	9.59%	10.46%
净利润	189	273	270	317	417	502	投入资本收益率	7.91%	8.68%	7.36%	8.79%	10.54%	11.75%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	63	90	93	97	109	121	主营业务收入增长率	19.10%	20.39%	-7.19%	13.16%	19.73%	21.41%
非经营收益	33	37	-23	25	-3	-2	EBIT 增长率	36.64%	54.03%	-15.33%	11.12%	26.42%	21.69%
营运资金变动	-239	35	-217	956	-241	-318	净利润增长率	31.07%	44.47%	-1.01%	15.27%	32.07%	20.58%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>47</b>	<b>436</b>	<b>123</b>	<b>1,395</b>	<b>282</b>	<b>303</b>	总资产增长率	20.48%	15.39%	1.73%	-2.40%	7.22%	10.52%
资本开支	-348	-207	-283	-149	-179	-189	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-500	-310	-1	0	0	应收账款周转天数	33	39	71	41	41	41
其他	0	1	35	2	2	2	存货周转天数	116	88	84	95	95	95
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-348</b>	<b>-706</b>	<b>-557</b>	<b>-148</b>	<b>-177</b>	<b>-187</b>	应付账款周转天数	52	54	43	41	41	41
股权募资	33	0	0	0	-88	0	固定资产周转天数	146	138	171	158	137	116
债权募资	318	426	-4	-490	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-73	-138	-187	-12	-103	-136	净负债/股东权益	-25.06%	8.73%	6.62%	-28.04%	-24.34%	-21.84%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>278</b>	<b>288</b>	<b>-191</b>	<b>-502</b>	<b>-190</b>	<b>-135</b>	EBIT 利息保障倍数	15.2	9.7	11.5	-513.8	-22.3	-28.8
<b>现金净流量</b>	<b>-24</b>	<b>17</b>	<b>-625</b>	<b>745</b>	<b>-85</b>	<b>-19</b>	资产负债率	34.70%	36.29%	17.97%	10.59%	12.09%	13.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-16	买入	11.33	N/A
2	2015-08-31	增持	9.92	14.00

来源：国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD