

# 齐峰新材 (002521.SZ) 造纸行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

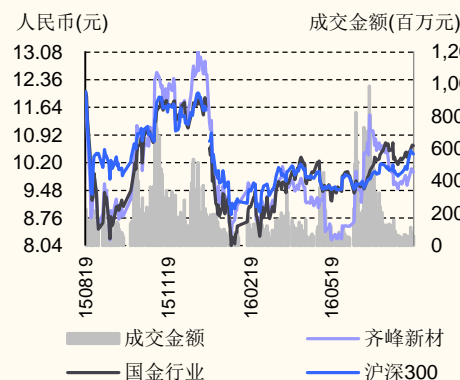
市场价格(人民币): 9.95元

## 行业洗牌持续, 盈利反转须待来年

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)	409.03
总市值(百万元)	4,922.12
年内股价最高最低(元)	13.10/8.18
沪深300指数	3364.49
深证成指	10879.20



### 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	0.26	0.34	0.70
每股净资产(元)	6.10	6.79	6.97	7.02	7.49
每股经营性现金流(元)	1.04	0.25	2.54	0.31	0.63
市盈率(倍)	16	23	38	29	14
行业优化市盈率(倍)	54	71	60	60	60
净利润增长率(%)	44.47%	-1.01%	-51.71%	30.23%	104.24%
净资产收益率(%)	10.63%	8.04%	3.78%	4.89%	9.36%
总股本(百万股)	420.44	494.69	494.69	494.69	494.69

来源: Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2016年上半年, 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 12.36 亿元、8,782.01 万元和 7,546.86 万元, 同比分别增长 7.52%、降低 41.28%和 41.97%。实现全面摊薄 EPS0.15 元/股, 低于预期。经营活动净现金流为 2.00 亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为-0.92%/15.08%, 归母净利润同比增速分别为-70.15%/-15.42%。公司同时预计 2016 年 1-9 月归母净利润变动区间为-60%至-40%。

### 经营分析

- **价格下降、成本上升双重拖累业绩。**上半年, 公司收入实现小幅增长(+7.52%), 毛利率降至 17.36% (-5.72pct.)。期间费用率下降 0.4pct.。其中, 销售费用率与管理费用率均有所上升(0.26pct./0.96pct.), 财务费用率降低 1.63pct., 这主要系由于公司债转股后利息支出减少。此外, 上半年公司归母净利润率为 6.11% (-5.21pct.)。由于业内竞争加剧, 公司产品价格有所下调, 且原材料成本也有一定幅度上升, 同时毛利率较低的印刷纸产品收入占比提升, 导致公司毛利率出现大幅下降, 盈利能力也有所下滑。
- **行业供需短期失衡, 原材料总体成本压力大, 行业洗牌中。**根据中国林产工业协会装饰纸专业委员会数据, 2015 年我国装饰原纸销量为 72.8 万吨, 同比增长 2.68%, 其中公司产品销量为 28.7 万吨, 约占 40%。而 2015 年, 公司新增约 7 万吨产能, 主要竞争对手夏王亦建成 5 万吨产能。保守估算, 即便业内只有公司与夏王有产能建设, 行业仍将新增产能 12 万吨, 增速为 16.5%, 高于约 10%的市场需求年均增速, 行业供需短期失衡, 产品价格竞争已经成为市场竞争的主要形式。成本方面, 主要原材料木浆的国际市场价格在年初开始触底小幅反弹, 再加上人民币贬值因素, 木浆人民币成本与去年同期相比总体有所下降。未来看, 全球范围木浆产能还将持续投放, 不过我们认为, 木浆人民币成本已经很难延续过去数年持续下降的走势。另一主要原材料钛白粉自年初以来涨价趋势十分明显, 8 月公司主要供应商之一四川龙蟒已宣布上调钛白粉价格。综合来看, 行业整体面临主要原材料成本持平甚至上涨的态势。在原材料成本和产成品价格的双重压力下, 行业正在经历重新洗牌, 市场集中度进一步提升, 公司龙头地位有望持续巩固。
- **研发能力持续升级, 环保优势明显。**公司产品研发持续升级, 截至目前, 公

### 相关报告

1. 《齐峰新材 2015 年年报点评-业绩低点已过, 来年有望恢复增长》, 2016.3.30
2. 《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

### 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

公司已获专利 206 项，公司产品已达到国际先进水平，完全可替代同类进口产品。2016 年 2 月，公司还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。节能环保方面，公司生产的高档装饰原纸并不是自制浆造纸，而是以漂白木浆为原料，从源头上解决了造纸污染问题。此外，公司正常生产排放水完全达到国家排放标准，充分实现了环境保护和资源综合利用。未来随着环保趋严，部分中小企业落后产能予以淘汰，公司市场份额有望持续扩大，盈利能力预计也有望进一步提升。

- **或将受益于房地产景气度回升，龙头地位保障成长。**目前，除了公司和夏王两家龙头企业之外，其他主要厂商均未披露扩产计划，此前新增产能有望在房地产市场带动下逐步消化：1) 公司的主营业务装饰原纸是房地产产业链一环，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，15 年以来房地产市场景气度回升将为公司带来业务量的增长；2) 装饰原纸的应用领域不断拓展，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 and 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，人民币贬值将有助促进公司出口业务发展。

#### 风险因素

- 宏观经济不景气影响装饰原纸消费需求；原材料价格上涨风险；产能释放不达预期。

#### 盈利预测与投资建议

- 我们认为，装饰原纸行业景气度低迷态势还将持续，虽然行业洗牌过程中公司的领先优势将进一步增强，但是盈利能力将受到严重侵蚀。未来，随着行业新增产能逐步消化，行业竞争格局趋于稳定，公司储备产品逐步打开市场空间，海外销售形成规模，或将重新恢复快速增长态势。我们下调公司 2016-2018 年 EPS 预测至 0.26/0.34/0.70 元/股（三年 CAGR8.7%），对应 PE 分为 38/29/14 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>2,525</b>	<b>2,797</b>	<b>3,176</b>	货币资金	871	883	257	864	711	779
增长率		20.4%	-7.2%	7.2%	10.8%	13.6%	应收款项	742	905	1,094	792	878	997
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,662</b>	<b>-1,920</b>	<b>-1,832</b>	<b>-2,058</b>	<b>-2,275</b>	<b>-2,500</b>	存货	544	376	464	537	594	653
%销售收入	78.8%	75.6%	77.8%	81.5%	81.3%	78.7%	其他流动资产	239	636	877	183	202	222
<b>毛利</b>	<b>446</b>	<b>618</b>	<b>523</b>	<b>467</b>	<b>522</b>	<b>676</b>	流动资产	2,397	2,801	2,693	2,376	2,384	2,650
%销售收入	21.2%	24.4%	22.2%	18.5%	18.7%	21.3%	%总资产	68.7%	69.5%	65.7%	62.2%	61.2%	62.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-6</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>	<b>-14</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>-114</b>	<b>-134</b>	<b>-124</b>	%总资产	26.8%	25.6%	30.2%	34.1%	35.1%	33.7%
%销售收入	3.9%	3.4%	2.9%	4.5%	4.8%	3.9%	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>-189</b>	<b>-199</b>	<b>-165</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%	7.5%	7.1%	5.2%	%总资产	31.3%	30.5%	34.3%	37.8%	38.8%	37.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>240</b>	<b>369</b>	<b>313</b>	<b>149</b>	<b>176</b>	<b>373</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,490</b>	<b>4,028</b>	<b>4,097</b>	<b>3,818</b>	<b>3,897</b>	<b>4,231</b>
%销售收入	11.4%	14.6%	13.3%	5.9%	6.3%	11.7%	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>16</b>	<b>15</b>	应付款项	368	279	219	303	335	368
%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	61	76	136
<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	364	411	505
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	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%	1.3%	1.0%	0.5%	<b>负债</b>	<b>1,211</b>	<b>1,462</b>	<b>736</b>	<b>364</b>	<b>411</b>	<b>506</b>
<b>营业利润</b>	<b>222</b>	<b>316</b>	<b>296</b>	<b>150</b>	<b>194</b>	<b>390</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,279</b>	<b>2,566</b>	<b>3,361</b>	<b>3,448</b>	<b>3,474</b>	<b>3,707</b>
营业利润率	10.5%	12.5%	12.6%	6.0%	6.9%	12.3%	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>3,818</b>	<b>3,897</b>	<b>4,231</b>
<b>税前利润</b>	<b>222</b>	<b>313</b>	<b>299</b>	<b>151</b>	<b>195</b>	<b>391</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.5%	12.3%	12.7%	6.0%	7.0%	12.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-33</b>	<b>-40</b>	<b>-29</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-38</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	0.26	0.34	0.70
<b>净利润</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>270</b>	<b>136</b>	<b>176</b>	<b>353</b>	每股净资产	5.42	6.10	6.79	6.97	7.02	7.49
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	2.54	0.31	0.63
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>270</b>	<b>130</b>	<b>170</b>	<b>347</b>	每股股利	0.30	0.20	0.30	0.09	0.11	0.23
净利率	9.0%	10.8%	11.5%	5.2%	6.1%	10.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.29%	10.63%	8.04%	3.78%	4.89%	9.36%
<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%	3.42%	4.36%	8.20%
							投入资本收益率	7.91%	8.68%	7.36%	3.90%	4.56%	9.04%
<b>净利润</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>270</b>	<b>136</b>	<b>176</b>	<b>353</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	19.10%	20.39%	-7.19%	7.18%	10.78%	13.57%
<b>非现金支出</b>	<b>63</b>	<b>90</b>	<b>93</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>121</b>	EBIT 增长率	36.64%	54.03%	-15.33%	-52.35%	18.04%	112.09%
非经营收益	33	37	-23	25	-3	-2	净利润增长率	31.07%	44.47%	-1.01%	-51.71%	30.23%	104.24%
<b>营运资金变动</b>	<b>-239</b>	<b>35</b>	<b>-217</b>	<b>998</b>	<b>-127</b>	<b>-162</b>	总资产增长率	20.48%	15.39%	1.73%	-6.82%	2.07%	8.56%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>47</b>	<b>436</b>	<b>123</b>	<b>1,256</b>	<b>155</b>	<b>310</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-348</b>	<b>-207</b>	<b>-283</b>	<b>-149</b>	<b>-179</b>	<b>-189</b>	应收账款周转天数	33	39	71	41	41	41
投资	0	-500	-310	-1	0	0	存货周转天数	116	88	84	95	95	95
其他	0	1	35	2	2	2	应付账款周转天数	52	54	43	41	41	41
<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>	固定资产周转天数	146	138	171	167	156	142
股权募资	33	0	0	0	-88	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	318	426	-4	-490	0	1	净负债/股东权益	-25.06%	8.73%	6.62%	-25.00%	-20.38%	-20.88%
其他	-73	-138	-187	-12	-43	-56	EBIT 利息保障倍数	15.2	9.7	11.5	199.1	-10.9	-24.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>278</b>	<b>288</b>	<b>-191</b>	<b>-502</b>	<b>-131</b>	<b>-55</b>	资产负债率	34.70%	36.29%	17.97%	9.53%	10.53%	11.95%
<b>现金净流量</b>	<b>-24</b>	<b>17</b>	<b>-625</b>	<b>606</b>	<b>-153</b>	<b>68</b>							

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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
3	2016-03-30	增持	9.66	N/A

来源：国金证券研究所

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



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