

轻工制造

2017年01月24日

齐峰新材 (002521)

——装饰原纸持续提价，实控人家族定增推进，看好 17 年业绩拐点向上，维持增持

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：2017年2月1日起上调装饰原纸系列产品销售价格 1000 元/吨。**
- **受原材料钛白粉涨价影响，提价对冲成本影响。**公司现有装饰原纸、表层耐磨纸、无纺壁纸原纸三大系列产品，其中主要原材料钛白粉在装饰原纸原料占比最高（1 吨纸使用约 300 公斤钛白粉），16 年以来钛白粉持续涨价，目前平均 1.7 万元/吨，对原材料成本造成较大压力。公司继 16 年 11 月和 12 月累积提价 1600 元/吨后，再次提价 1000 元/吨，累积涨幅达到 25% 以上，将有效对冲成本端快速上涨，维持产品盈利水平。
- **原材料价格攀升，行业新产能投放致竞争加剧，拆除锅炉造成营业外支出，导致 16 年业绩承压。**2016 年原材料钛白粉持续涨价，木浆价格上半年持续下跌，但 11 月底开始价格出现较快反弹，给成本端造成一定压力。同时，15 年公司和夏王均投产可印刷装饰原纸产能致竞争加剧，短期内供大于求，行业普遍降价应对，公司可印刷装饰原纸毛利率从 14 年 21.8% 下滑至 2016Q1-3 的 8.5%。此外，基于公司长期发展规划，三季度报废拆除旧锅炉造成营业外支出 2709.21 万元。综上所述，16 年公司业绩承压，前三季度归母净利润同比下滑 48.4%。
- **行业龙头地位稳固，装饰原纸提价对冲成本，募投高毛利项目持续落地，热电联产增强盈利能力，国际化和产业链拓展提供长期看点。**1) **行业龙头地位稳固：**公司现有装饰原纸、表层耐磨纸、无纺壁纸原纸三大系列产能 34.3 万吨，装饰原纸和表层耐磨纸产能均为世界第一。2016 年我国无纺纸壁纸原纸的需求量将达到 10 万吨，目前 10 大无纺壁纸企业中 8 家的供应商是齐峰。2) **装饰原纸** 2016 年 11 月和 12 月累积提价 1600 元/吨，2 月后继续提价 1000 元/吨，有利于该类产品盈利能力的恢复。3) **新产能投放：**前期可转债募投项目年产 1.8 万吨耐磨材料已于 16 年中投产，5 万吨装饰纸生产线预计 17 年 8 月投产，17 年产能有望提升 10% 左右。实控人家族以 5 亿元全额认购非公开发行的 5482.46 万股（9.12 元/股）顺利推进中，对应募投项目为年产 5 万吨素色装饰原纸和 3 万吨无纺（布）壁纸原纸，均为高毛利的素色装饰原纸（预计毛利率 22.4%）和无纺壁纸原纸（预计毛利率 24.3%），建设期 2 年，为未来业绩增长提供动力。4) **热电联产：**公司 14 年投资 2 台 130 吨锅炉，建设热电站推进气电一体化，目前进入调试，预计 2017 年 6 月正式投入使用。5) **国际化战略和产业链拓展：**公司营销中心下设国际贸易部，负责海外市场的开拓，目前已销往东南亚、中东、欧洲、南北美洲等三十多个国家，国际市场将成为持续拓展的新领域。此外，装饰原纸下游应用领域包括刨花板、纤维板、细木工板应用持续突破，低压三聚氰胺浸渍胶膜纸贴面占人造板表面装饰的比例由 2000 年的 36% 上升到 2015 年的 45%，橱柜、衣柜等定制家具发展持续带来更大行业空间。
- **装饰原纸持续提价，实控人家族定增推进，看好 17 年业绩拐点向上，维持增持。**16 年多重因素致业绩承压，但实控人家族增持彰显对公司发展信心；17 年开始产品提价、新产能投放和热电联产项目投入使用将释放业绩弹性；产业链应用领域扩大和替代率提升、原纸和壁纸的产业链拓展提供长期看点，维持公司 16-17 年 EPS 0.30 元和 0.42 元的盈利预测（YOY 分别为 -44% 和 40%），目前股价（10.38 元）对应 16-17 年 PE 分别为 34.6 倍和 24.7 倍，我们认为钛白粉价格已处于高点，公司通过提价对冲成本亦存在空间，17 年业绩弹性有望超预期，维持增持！

市场数据： 2017年01月23日

收盘价(元)	10.38
一年内最高/最低(元)	11.44/8.06
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4464
上证指数/深证成指	3136.78 / 9976.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	6.79
资产负债率%	18.66
总股本/流通A股(百万)	495/430
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《齐峰新材(002521)点评：2015 年中报点评：短期盈利承压，产能投放和气电一体化强化盈利水平，国际化和产业链拓展提供长期看点》 2015/08/31

《齐峰新材(002521)2014 年年报点评——业绩延续高增长，产能投放和应用领域拓展保障持续高盈利》 2015/03/18

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-03	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,356	1,937	2,648	3,053	3,599
同比增长率(%)	-7.19	11.52	12.41	15.29	17.88
净利润(百万元)	270	94	149	208	300
同比增长率(%)	-1.01	-48.38	-44.84	39.60	44.23
每股收益(元/股)	0.55	0.19	0.30	0.42	0.61
毛利率(%)	22.2	16.8	16.9	17.9	19.3
ROE(%)	8.1	2.8	4.2	5.6	7.5
市盈率	19		35	25	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	16Q1-3	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	2,538	2,356	1,937	2,648	3,053	3,599
二、营业总成本	2,225	2,077	1,825	2,484	2,839	3,286
其中：营业成本	1,920	1,832	1,612	2,200	2,506	2,905
营业税金及附加	15	6	10	11	18	18
销售费用	85	68	61	82	98	112
管理费用	149	137	126	167	192	227
财务费用	38	27	7	15	13	13
资产减值损失	18	7	9	10	12	13
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	18	21	28	35	43
三、营业利润	316	296	133	191	249	356
加：营业外收入	4	7	9	12	10	10
减：营业外支出	7	5	27	30	20	20
四、利润总额	313	299	115	173	239	346
减：所得税	40	29	20	25	31	45
五、净利润	273	270	94	149	208	300
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	273	270	94	149	208	300
六、全面摊薄每股收益	0.55	0.55	0.19	0.30	0.42	0.61
发行后总股本（百万）	495	495	495	495	495	495

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。