

齐峰新材 (002521.SZ)

行业低谷期已过，业绩拐点已现

● 原材料价格上涨导致产品毛利率下滑，全年净利润同比下滑 46.5%

公司 2016 年度业绩快报显示，全年实现营业收入 27.1 亿元 (YoY+15.0%)，归母净利润 1.4 亿元 (YoY-46.5%)，加权平均净资产收益率 4.2% (YoY-4.9%)。分季度拆分，公司四季度营业收入 7.7 亿元 (YOY+48.3%)，归母净利润 0.5 亿元 (YOY-41.4%)，受原材料价格大幅上涨的影响，公司全年净利润同比下滑。

● 装饰原纸行业竞争激烈，产品价格低迷与原材料涨价叠加影响净利润

装饰原纸行业产能相对集中，前七大生产企业产能合计约占行业总产能 87%，但各大装饰原纸厂商都在积极布局新产能，意在抢占市场份额，行业竞争激烈，产品价格低迷。原材料钛白粉价格从去年年初 9000 元/吨涨到 12 月的 1.5-1.6 万元/吨，生产成本提升挤压产品盈利空间。

● 2016 年年底公司产品开始提价，整体盈利出现拐点

根据公司公告，公司产品于 2016 年 11 月份、12 月份累计提价 1600 元/吨，2017 年 2 月份在上次基础上又提价 1000 元/吨，下游客户对产品提价接受程度高，有效对冲原材料价格上涨影响，行业低谷期已过，公司业绩有望企稳回升。

● 产品涨价提升盈利空间，业绩拐点已现，首次覆盖给予谨慎增持评级

预计公司 2016-2018 年归属于母公司净利润为 1.4、2.1、2.8 亿元，EPS 分别为 0.28、0.42、0.57 元，对应市盈率 41、27、20 倍。未来业绩增长驱动力来自于：1) 新增产能陆续投产，可转债项目至 16 年 11 月投产 6.8 万吨，预计 17 年总产能 37 万吨；2) 公司产品提价对冲原材料价格上涨，盈利水平提升拐点显现；首次覆盖给予谨慎增持评级。

● 风险提示

钛白粉价格上涨超预期，产品价格落实不及预期。

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,537.98	2,355.61	2,769.76	3,337.56	3,878.58
增长率(%)	20.39%	-7.19%	17.58%	20.50%	16.21%
EBITDA(百万元)	441.45	398.28	249.82	345.35	448.12
净利润(百万元)	272.87	270.11	140.15	208.08	280.02
增长率(%)	44.47%	-1.01%	-48.11%	48.47%	34.58%
EPS(元/股)	0.649	0.546	0.283	0.421	0.566
市盈率(P/E)	16.38	22.89	40.80	27.48	20.42
市净率(P/B)	1.74	1.84	1.63	1.54	1.43
EV/EBITDA	10.63	16.08	20.75	15.91	11.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

11.56 元

报告日期

2017-02-27

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师: 申 烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

相关研究:

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2801	2693	2333	2341	2823	经营活动现金流	436	123	1047	73	105
货币资金	883	257	535	226	349	净利润	273	270	140	208	280
应收及预付	1003	1132	1254	1469	1734	折旧摊销	72	86	102	130	146
存货	376	464	544	647	740	营运资金变动	35	-217	792	-247	-303
其他流动资产	539	839	0	0	0	其它	55	-16	13	-17	-18
非流动资产	1227	1405	1560	1831	1685	投资活动现金流	-706	-557	-256	-383	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-207	-283	-274	-400	1
固定资产	965	1110	1307	1581	1438	投资变动	-499	-295	18	18	18
在建工程	67	128	128	128	128	其他	0	21	0	0	0
无形资产	78	130	125	122	119	筹资活动现金流	288	-191	-514	0	0
其他长期资产	117	46	10	10	10	银行借款	1052	776	-480	0	0
资产总计	4028	4107	3903	4182	4517	债券融资	-626	-780	-19	0	0
流动负债	800	727	402	472	528	股权融资	0	0	0	0	0
短期借款	480	480	0	0	0	其他	-138	-187	-14	0	0
应付及预收	318	244	402	472	528	现金净增加额	17	-625	277	-309	123
其他流动负债	2	2	0	0	0	期初现金余额	871	883	257	535	226
非流动负债	662	19	0	0	0	期末现金余额	888	258	535	226	349
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	627	0	0	0	0						
其他非流动负债	34	19	0	0	0						
负债合计	1462	746	402	472	528						
股本	420	495	495	495	495						
资本公积	1391	1990	1990	1990	1990						
留存收益	755	877	1017	1225	1505						
归属母公司股东权	2566	3361	3501	3709	3989						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	4028	4107	3903	4182	4517						

主要财务比率					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	20.4	-7.2	17.6	20.5	16.2
营业利润增长	42.7	-6.4	-44.9	50.2	34.2
归属母公司净利润增长	44.5	-1.0	-48.1	48.5	34.6
获利能力(%)					
毛利率	24.4	22.2	14.4	15.6	16.8
净利率	10.8	11.5	5.1	6.2	7.2
ROE	10.6	8.0	4.0	5.6	7.0
ROIC	11.4	7.9	4.3	5.3	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	36.3	18.2	10.3	11.3	11.7
净负债比率	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1
流动比率	3.50	3.71	5.81	4.96	5.34
速动比率	2.91	3.01	4.33	3.46	3.81
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.58	0.69	0.83	0.89
应收账款周转率	9.37	5.13	5.13	5.13	5.13
存货周转率	4.17	4.36	4.36	4.36	4.36
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.55	0.28	0.42	0.57
每股经营现金流	1.04	0.25	2.12	0.15	0.21
每股净资产	6.10	6.79	7.08	7.50	8.06
估值比率					
P/E	16.4	22.9	40.8	27.5	20.4
P/B	1.7	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.6	16.1	20.7	15.9	12.0

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2538	2356	2770	3338	3879
营业成本	1920	1832	2372	2818	3226
营业税金及附加	15	6	10	13	13
销售费用	85	68	80	96	112
管理费用	149	137	161	195	225
财务费用	38	27	2	-12	-9
资产减值损失	18	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	18	18	18	18
营业利润	316	296	163	245	329
营业外收入	4	7	5	5	6
营业外支出	7	5	5	5	5
利润总额	313	299	163	245	329
所得税	40	29	23	37	49
净利润	273	270	140	208	280
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	270	140	208	280
EBITDA	441	398	250	345	448
EPS(元)	0.65	0.55	0.28	0.42	0.57

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 焯： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。