

行业拖累量价下行，产能投放与材料成本承压

投资要点：

- **公司公布半年报：**（1）上半年实现营业收入 11.5 亿元，同比降低 6.8%，营业利润 1.5 亿元，同比降低 9.2%，归属于母公司净利润 1.3 亿元，同比增长 3.1%，净利率 11.3%，同比上升 1.1pct；（2）公司 Q2 营业收入 6.1 亿元，同比降低 12.4%，营业利润 0.73 亿元，同比降低 23.1%；（3）公司预计 2015 年 1-9 月归属于上市公司净利润变动幅度增长-10%-10%，区间为 1.78-2.18 亿元。
- **家具行业景气度下降，预计量价齐跌拖累收入：**公司上半年收入同比下降 6.8%，主要原纸品种素色装饰原纸与可印刷装饰原纸收入分别下降 11.8%、1.9%，毛利率 23.1%，同比下降 2.3pct，综合看收入增速下降快于毛利率的下降销量有所下滑：2015 年 1-7 月份家具零售业同比增速 8.9%，同比去年下滑 7.8pct，上游原纸企业销量必然受到影响。毛利率下降主要原因是成本端压力与公司主动调低产品价格：上半年阔叶浆价格中枢同比增加 10%，钛白粉价格同比略有下降，综合成本略有压力，公司为应对下游需求疲弱主动调低价格，成本上升与原纸价格下跌是毛利率下跌主要原因。
- **提升销售效率克服经营下滑，转债筹资理财收益大于财务费用增量：**公司销售费用率/管理费用率分别为 2.9%、5.8%，同比降低 0.5pct、0pct，占比销售费用 82%的运杂费同比降低 25%是主要原因。公司 2014 年 9 月发行可转债 7.6 亿元，其中闲置募集资金 3.65 亿元购买理财产品，3 亿元补流，转债利息是财务费用同比上升 500 万元的主要原因，但投资理财产品产生投资收益 1491 万元。扣除转债影响后的营业利润约为 1.4 亿元（报表 1.50 亿元），同比下降 14.6%，营业利润率 12.2%（报表 13%），同比下降 1.2pct。公司所得税率 12.5%，同比降低 10pct，报告期内全资子公司欧木所得税享受 15%优惠，计提 6500 万递延所得税是主要原因。
- **收入回款速度继续放缓，原材料采购拖累经营现金流：**公司应收账款周转天数自 2010 年中期 89 天逐渐变长，本期周转天数 300 天，同比增加 33 天，但账龄结构良好，存货周转天数 178 天同比增加 5 天维持平稳，存货中原材料 4 亿元同比增加 30%，库存商品 0.96 亿元同比增加 50%；公司经营性净现金流-0.29 亿元，同比降低 139%，原材料采购增加是主要原因。
- **新产能四季度投放旧产能富裕，营收价格选择题：**公司过去 4 年产销率在 89-99%，今年受困家具增速下滑，年产 1.5 万吨高清晰度耐磨纸项目上半年产量 4298 吨低于预期。年产 10 万吨三聚氰胺装饰原纸清洁生产示范项目预计在四季度投产形成新产能，在行业需求疲弱下预计会控制投放保证价格，预计收入同比会好于上半年
- **盈利预测与投资建议：**公司阔叶浆 80%以上依赖进口，人民币贬值成本承压，关注下游家具行业增速与公司新增产能的产能利用率，预计 2015-2016 年营业收入 27.5/25.7 亿元，归属于母公司净利润 2.5/2.7 亿元给予**谨慎推荐**评级。
- **风险提示：**人民币贬值成本上升超预期，下游需求下降超预期

齐峰新材（002521.SZ）

谨慎推荐 下调评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢：

赵中平

(86755) 82837691

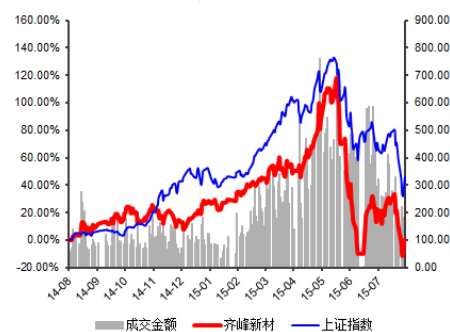
zhaozhongping@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.8.29

A 股收盘价（元）	9.92
A 股一年内最高价（元）	22.2
A 股一年内最低价（元）	8.54
上证指数	3232
市净率	1.52
总股本（万股）	4.95
实际流通 A 股（万股）	4.04
流通 A 股市值（亿元）	40

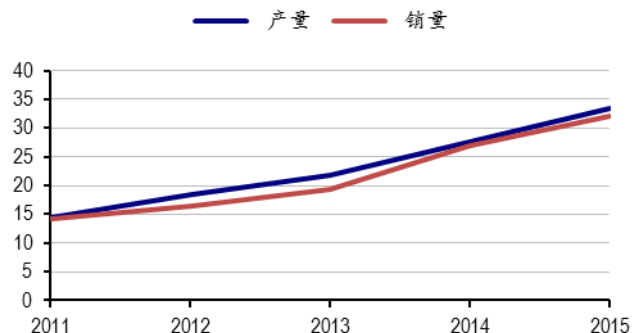
相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

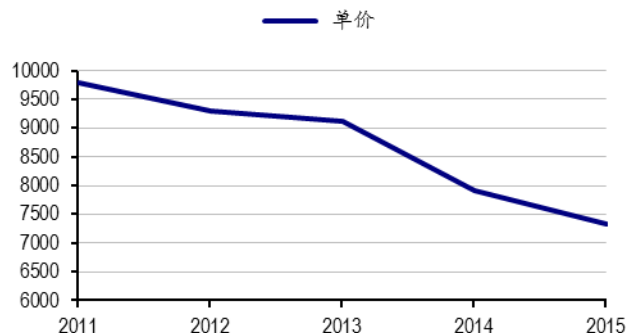
公司 2011-2014 年产销率分别为 98%、89%、89%、98%，2014 年共有产能约为 27.5 万吨，产量 27.5 万吨，销量 27 万吨，下半年公司有 10 万吨原纸产能投产，总产能达到 37.5 万吨，预计在行业需求下滑背景下会控量保价并权衡产能利用率，预计 2015 年产量达到 33.5 万吨，销量达到 32 万吨，产销率达到 96%。公司主要竞争对手上半年共计有 5 万吨产能投产，并主动调低价格，预计公司在产能投放后也会主动降低价格，预计装饰原纸单价下滑至 7000-7500 元每吨，考虑到四季度是装饰原纸的需求旺季，偏向 7500 概率较高。

图 1：齐峰新材产量销量（单位：万吨，2015 年为预测值）



资料来源:WIND 中国银河证券研究部

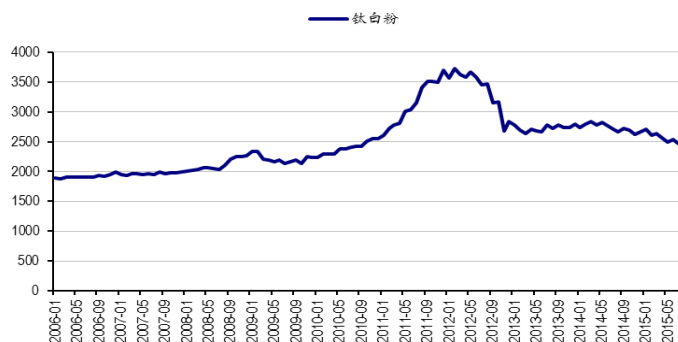
图 2：装饰原纸终端单价



资料来源:WIND 中国银河证券研究部

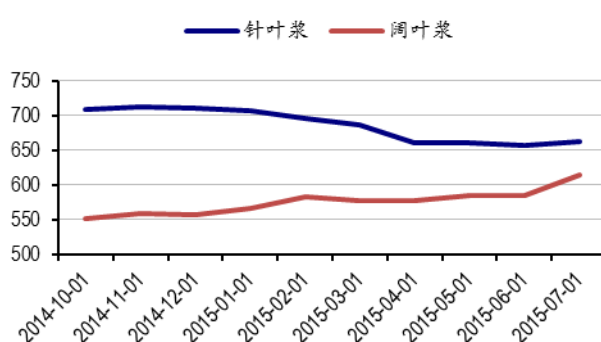
装饰原纸材料成本重要程度排序为进口阔叶浆、钛白粉、进口针叶浆，进口阔叶浆 4-7 月份价格持续上行，价格均值同比去年提升约 10%，巴西木浆生产商提价是主要原因，由于大宗商品以美元计价且国内企业议价能力较弱，预计在人民币贬值 4% 的带动下下半年成本同比提升约 14%；钛白粉上半年平均价格为 2574 美元/吨，比去年同期下降约 7%。综合装饰原纸单价下滑，成本端面临压力，预计毛利率同比降幅较上半年有所扩大。

图 3：钛白粉价格（美元/吨）



资料来源:WIND 中国银河证券研究部

图 4：针叶浆与阔叶浆价格（美元/吨）



资料来源:WIND 中国银河证券研究部

表 1：主要财务指标预测

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2108	2538	2745	2970
收入同比增长率%	19.10%	20.39%	8.15%	8.21%
净利润（百万元）	189	273	247	273
净利润同比增长率%	31.07%	44.47%	-9.32%	10.33%
ROE%	8.60%	11.26%	8.81%	8.87%
市盈率	26.0	18.0	19.8	18.0
EPS（元）	0.38	0.55	0.50	0.55

资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究所

表 2：齐峰新材财务报表预测

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	利润表（百万元）	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	933	871	883	705	829	营业收入	1770	2108	2538	2745	2970
应收票据	304	582	582	582	582	营业成本	1441	1662	1920	2167	2347
应收账款	220	160	382	881	1116	营业税金及附加	2	5	15	16	17
预付款项	118	238	98	281	129	销售费用	51	82	85	80	80
其他应收款	1	0	2	1	2	管理费用	101	120	149	162	175
存货	515	544	376	663	463	财务费用	3	16	38	48	49
其他流动资产	0	0	535	535	535	资产减值损失	6	2	18	13	13
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	3	30	30
固定资产	684	843	963	938	938	营业利润	167	222	316	289	318
在建工程	5	87	67	113	113	营业外收支净额	1	0	-3	-3	-3
无形资产	60	78	75	129	129	税前利润	168	222	313	284	313
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	24	33	40	37	40
资产总计	2897	3490	4028	4257	4265	净利润	144	189	273	247	273
预收款项	17	29	21	33	26	归属于母公司净利润	144	189	273	247	273
应付职工薪酬	9	18	28	30	32	基本每股收益	0.70	0.45	0.65	0.50	0.55
应交税费	-4	3	11	12	13	稀释每股收益	0.29	0.38	0.55	0.50	0.55
其他应付款	4	5	5	6	6	财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
其他流动负债	1	501	1	1	1	营收增长率	12.15%	19.10%	20.39%	8.15%	8.21%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	92.56%	32.53%	42.67%	-8.67%	10.16%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	84.29%	31.07%	44.47%	-9.32%	10.33%
负债合计	782	1211	1462	1206	1159	销售毛利率	18.61%	21.16%	24.37%	21.04%	20.98%
股东权益合计	2116	2279	2566	3051	3105	销售净利率	8.14%	8.96%	10.75%	9.01%	9.19%

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，杨岚 轻工制造行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612

深广地区：詹璐 0755-83453719

海外机构：李笑裕 010-83571359

北京地区：王婷 010-66568908

海外机构：刘思瑶 010-83571359

hetingting@chinastock.com

zhanlu@chinastock.com.cn

lixiaoyu@chinastock.com.cn

wangting@chinastock.com.cn

liusiyao@chinastock.com.cn