

# 齐峰新材 (002521.SZ) 造纸行业

评级：增持 维持评级

公司点评

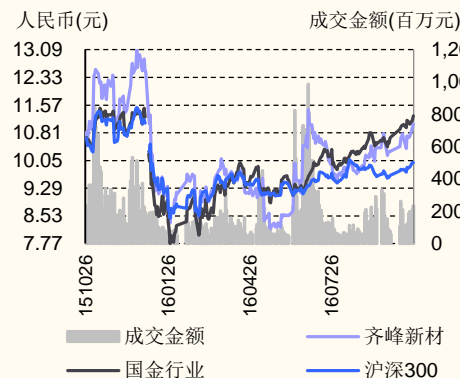
市场价格 (人民币): 11.06 元

## 供需矛盾有望缓解，期待来年业绩拐点

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)	430.02
总市值(百万元)	5,471.23
年内股价最高最低(元)	13.10/8.18
沪深 300 指数	3367.45
深证成指	10871.51



### 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	42	32	16
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 年前三季度，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 19.37 亿元、1.33 亿元和 9,488.21 万元，同比分别增长 11.52%、降低-37.48%和-48.38%。实现全面摊薄 EPS0.19 元/股，符合预期。经营活动净现金流为 3.04 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为-0.92%/15.08%/19.36%，归母净利润同比增速分别为-70.15%/-15.42%/-64.12%。公司同时预计 2016 年归母净利润变动区间为-60%至-40%。

### 经营分析

- **盈利能力持续下滑，期待业绩向上拐点。**前三季度，公司收入继续保持较快增长 (+11.52%)，毛利率降至 16.75% (-5.25pct.)。期间费用率降低 0.65pct.。其中，销售费用率及管理费用率提升 0.18pct./0.56pct.，财务费用率降低 1.39 pct.，主要系由于公司可转债转股后财务费用降低。此外，公司归母净利润率为 4.88% (-5.66pct.)，公司盈利能力持续下滑。
- **行业供需矛盾逐渐缓解，龙头地位经行业洗牌有望巩固。**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，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。但另一方面，去年以来，我国房地产销售景气度回升，虽政策趋严，但由于滞后周期性，行业仍可充分受益。同时，装饰原纸应用不断广泛化且人民币贬值利好出口，我们预计行业供需矛盾经过调整后已有所缓解。成本端，金光集团全球最大阔叶木浆厂预计本月末投产，预计将诱导原材料木浆价格持续承压；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，行业成本有望得到对冲而保持大体持稳态势。而在环保政策趋紧、行业成本及纸价走势不一及集中度仍有较大提升空间的背景下，行业将经历洗牌与整合，公司龙头地位有望持续巩固。
- **大股东定增回购，加大高端产品销售占比。**9 月，公司公布非公开发行预案，拟募集资金不超过 5 亿元，用于年产 5 万吨素色装饰原纸及 3 万吨无纺(布)壁纸原纸项目，发行对象为李安东及李润生两大股东。一方面，投资项目有利于扩大公司销售规模，为公司带来可观盈利收益；另一方面，无纺壁纸由于其环保特性而十分受消费者青睐，在欧美地区普及程度很高。同时消费升级大背景下，高端产品市场接受度也将大为提升。未来公司将借助无

### 相关报告

1. 《齐峰新材 2016 年半年报点评-行业洗牌持续，盈利反转须待来年》，2016.8.19
2. 《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

### 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

纺壁纸项目扩大高端产品销售占比，提高产品附加值及盈利能力。此外，大股东回购也有助于公司控制权的相对稳定，为公司健康可持续发展打下坚实基础。

#### 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。我们维持公司2016-2018年EPS预测为0.26/0.34/0.70元/股（三年CAGR8.7%），对应PE分为42/32/16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）**

	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>
增长率		20.4%	-7.2%	7.2%	10.8%	13.6%
主营业务成本	-1,662	-1,920	-1,832	-2,058	-2,275	-2,500
%销售收入	78.8%	75.6%	77.8%	81.5%	81.3%	78.7%
毛利	446	618	523	467	522	676
%销售收入	21.2%	24.4%	22.2%	18.5%	18.7%	21.3%
营业税金及附加	-5	-15	-6	-15	-13	-14
%销售收入	0.2%	0.6%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
营业费用	-82	-85	-68	-114	-134	-124
%销售收入	3.9%	3.4%	2.9%	4.5%	4.8%	3.9%
管理费用	-120	-149	-137	-189	-199	-165
%销售收入	5.7%	5.9%	5.8%	7.5%	7.1%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	240	369	313	149	176	373
%销售收入	11.4%	14.6%	13.3%	5.9%	6.3%	11.7%
财务费用	-16	-38	-27	-1	16	15
%销售收入	0.7%	1.5%	1.1%	0.0%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-2	-18	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	18	2	2	2
%税前利润	0.0%	0.9%	5.9%	1.3%	1.0%	0.5%
营业利润	222	316	296	150	194	390
营业利润率	10.5%	12.5%	12.6%	6.0%	6.9%	12.3%
营业外收支	0	-3	3	0	1	1
税前利润	222	313	299	151	195	391
利润率	10.5%	12.3%	12.7%	6.0%	7.0%	12.3%
所得税	-33	-40	-29	-14	-19	-38
所得税率	14.9%	12.9%	9.6%	9.5%	9.6%	9.7%
净利润	189	273	270	136	176	353
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
<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>
净利率	9.0%	10.8%	11.5%	5.2%	6.1%	10.9%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	189	273	270	136	176	353
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	90	93	97	109	121
非经营收益	33	37	-23	25	-3	-2
营运资金变动	-239	35	-217	998	-127	-162
<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>
资本开支	-348	-207	-283	-149	-179	-189
投资	0	-500	-310	-1	0	0
其他	0	1	35	2	2	2
<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>
股权募资	33	0	0	0	-88	0
债权募资	318	426	-4	-490	0	1
其他	-73	-138	-187	-12	-43	-56
<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>
<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>

**资产负债表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	871	883	257	864	711	779
应收款项	742	905	1,094	792	878	997
存货	544	376	464	537	594	653
其他流动资产	239	636	877	183	202	222
流动资产	2,397	2,801	2,693	2,376	2,384	2,650
%总资产	68.7%	69.5%	65.7%	62.2%	61.2%	62.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	935	1,031	1,238	1,303	1,367	1,427
%总资产	26.8%	25.6%	30.2%	34.1%	35.1%	33.7%
无形资产	80	78	130	136	144	152
非流动资产	1,094	1,227	1,405	1,442	1,513	1,581
%总资产	31.3%	30.5%	34.3%	37.8%	38.8%	37.4%
<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>
短期借款	300	480	480	0	0	0
应付款项	368	279	219	303	335	368
其他流动负债	541	40	28	61	76	136
流动负债	1,209	800	727	364	411	505
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	662	10	0	0	0
<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>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>
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
<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>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.45	0.65	0.55	0.26	0.34	0.70
每股净资产	5.42	6.10	6.79	6.97	7.02	7.49
每股经营现金净流	0.11	1.04	0.25	2.54	0.31	0.63
每股股利	0.30	0.20	0.30	0.09	0.11	0.23
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.29%	10.63%	8.04%	3.78%	4.89%	9.36%
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>增长率</b>						
主营业务收入增长率	19.10%	20.39%	-7.19%	7.18%	10.78%	13.57%
EBIT 增长率	36.64%	54.03%	-15.33%	-52.35%	18.04%	112.09%
净利润增长率	31.07%	44.47%	-1.01%	-51.71%	30.23%	104.24%
总资产增长率	20.48%	15.39%	1.73%	-6.82%	2.07%	8.56%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	33	39	71	41	41	41
存货周转天数	116	88	84	95	95	95
应付账款周转天数	52	54	43	41	41	41
固定资产周转天数	146	138	171	167	156	142
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-25.06%	8.73%	6.62%	-25.00%	-20.38%	-20.88%
EBIT 利息保障倍数	15.2	9.7	11.5	199.1	-10.9	-24.5
资产负债率	34.70%	36.29%	17.97%	9.53%	10.53%	11.95%

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	2015-08-31	增持	9.92	14.00
2	2016-03-30	增持	9.66	N/A
3	2016-08-19	增持	9.78	N/A

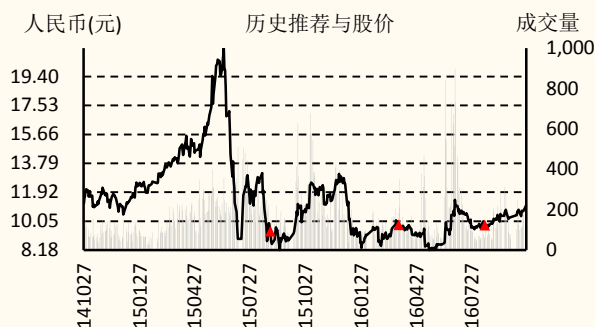
来源：国金证券研究所

### 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为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