

齐峰新材 (002521.SZ) 造纸行业

评级：增持 维持评级

公司点评

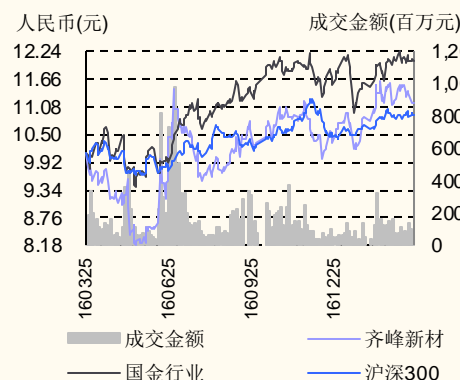
市场价格 (人民币): 11.17 元

行业洗牌临近收官，公司业绩迎来拐点

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)	5,525.64
年内股价最高最低(元)	11.60/8.18
沪深 300 指数	3461.98
深证成指	10583.04



相关报告

1. 《齐峰新材 2016 年三季报点评-供需矛盾有望缓解，期待来年业绩...》，2016.10.26
2. 《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
3. 《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

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.55	0.29	0.34	0.70	0.97
每股净资产(元)	6.77	6.88	7.11	7.36	8.01
每股经营性现金流(元)	0.25	0.79	1.99	0.60	0.81
市盈率(倍)	23	37	33	16	12
行业优化市盈率(倍)	71	84	83	83	83
净利润增长率(%)	-1.01%	-47.45%	19.66%	104.23%	38.67%
净资产收益率(%)	8.06%	4.17%	4.83%	9.53%	12.14%
总股本(百万股)	494.69	494.69	494.69	494.69	494.69

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 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 27.08 亿元、1.83 亿元和 1.42 亿元，同比分别增长 14.97%、降低 38.23%和 47.45%。实现全面摊薄 EPS0.29 元/股，略高于预期。经营活动净现金流为 3.89 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-0.92%/15.08%/19.36%/24.63%，归母净利润同比增速分别为-70.15%/-15.42%/-64.12%/-45.40%。

经营分析

- 价格下降、成本上升双重拖累业绩。2016 年，公司产品销量和外销收入分别上升 22.59%和 27.36%，带动营业收入增长 (+14.97%)，公司毛利率降至 16.30% (-5.91pct.)。期间费用率下降 0.44pct.。其中，管理费用率与财务费用率均有所下降 (0.1pct./0.73pct.)，销售费用率上升 0.39pct.，这主要系由于运费随销量增加而增加。此外，2016 年，公司归母净利润率为 5.24% (-6.23pct.)。主要原因为行业内价格竞争仍在持续，全年价格较上年平均下降 6.10%，且钛白粉涨价推高原材料成本，同时毛利率较低的印刷纸产品收入占比提升 4.23%，导致公司毛利率出现大幅下降，盈利能力明显下滑。
- 公司产销平衡占有率仍有提升空间，行业层面具备需求扩张因素。2016 年，公司装饰原纸产量为 34.93 万吨，而行业整体市场供给量为 85 万吨左右，公司市占率不到 50%，仍有一定提升空间。在销量方面，公司 2016 年实现产品销量 34.32 万吨，产销率达到 98.25%，属于供需平衡状态。而在行业层面未来将有三大因素扩大市场需求：1) 装饰原纸的应用已从家具和装饰，发展到石材表面、交通工具和家用电器等领域，需求范围得到扩张；2) 装饰原纸是地产产业链的一环，目前三、四线城市地产销售回暖、全装修政策接连落地以及二次装修占比提升，都将带动市场需求的上升；3) 海外需求旺盛，人民币贬值有助促进公司出口业务发展。
- 公司具备提价之外的其他两种对成本对冲可能。受钛白粉 2016 年初以来价格持续上涨的影响，公司于 2017 年 2 月发出提价 1000 元/吨的涨价函，以对冲原材料成本的上涨，保障公司业务收入和盈利能力。除了提价之外，我们认为，公司还拥有内外部两大对冲成本的可能。外部：金光集团年产 280 万吨纸浆项目于 2016 年 12 月顺利投产。而今年全球范围内，还将

有其他新增纸浆产能投放，因此未来纸浆价格走势将持续承压。**内部：**公司于 2016 年 3 月，将原可转债募投项目变更为热电联产项目，目前变更项目建设进度已达 23.77%，预计今年内将正式投产。该项目投产后将会为公司缩减 5,600 万左右的费用。因此，综合来看，17 年钛白粉涨价对公司成本端的影响存在弱化可能，预计整体成本将基本保持企稳态势，公司盈利能力有望得到一定增强。

- **定增扩充产能巩固龙头地位，提升高端产品占比增强盈利能力。**2016 年 12 月，公司公布非公开发行修订方案，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。2016 年，公司装饰原纸整体规模为 34.93 万吨，预计 2017 年将达到 37 万吨，若非公开发行顺利实施未来还将有新产能持续释放，有利于扩大公司销售规模，并巩固行业龙头地位。无纺壁纸因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。另一方面，无纺壁纸和素色装饰原纸有 20%-25%左右的毛利水平，属于高利润产品。公司借定增募投扩大高端产品产能，提高销售占比，有利于增加产品附加值及盈利能力。在此次非公开发行中，主要股东李安东先生和李润生先生（系实际控制人李学峰先生的一致行动人）认购全部股份，强烈彰显大股东对于公司未来发展的信心。

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，2017 年装饰原纸行业剧烈竞争的态势还将持续，在此过程中，公司的领先优势和市场份额将进一步增强。而随着中小产能逐步出清，行业供需将趋于平衡，公司业绩将恢复快速增长。我们维持公司 2017-2018 年 EPS 预测为 0.34/0.70 元/股，预测 2019 年 EPS 为 0.97 元/股（三年 CAGR50.2%），对应 PE 分为 33/16/12 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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,538	2,356	2,708	2,986	3,397	3,883
增长率		-7.2%	15.0%	10.3%	13.8%	14.3%
主营业务成本	-1,920	-1,832	-2,267	-2,501	-2,703	-3,002
%销售收入	75.6%	77.8%	83.7%	83.8%	79.6%	77.3%
毛利	618	523	441	485	695	881
%销售收入	24.4%	22.2%	16.3%	16.2%	20.4%	22.7%
营业税金及附加	-15	-6	-20	-17	-15	-17
%销售收入	0.6%	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业费用	-85	-68	-89	-93	-102	-111
%销售收入	3.4%	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%
管理费用	-149	-137	-155	-167	-181	-202
%销售收入	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	369	313	178	208	397	551
%销售收入	14.6%	13.3%	6.6%	7.0%	11.7%	14.2%
财务费用	-38	-27	-11	-4	11	11
%销售收入	1.5%	1.1%	0.4%	0.1%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-18	-7	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	18	27	2	2	2
%税前利润	0.9%	5.9%	16.6%	1.0%	0.5%	0.4%
营业利润	316	296	183	205	409	564
营业利润率	12.5%	12.6%	6.8%	6.9%	12.0%	14.5%
营业外收支	-3	3	-19	-4	-4	-4
税前利润	313	299	164	202	405	560
利润率	12.3%	12.7%	6.0%	6.8%	11.9%	14.4%
所得税	-40	-29	-22	-26	-52	-73
所得税率	12.9%	9.6%	13.2%	12.8%	12.9%	13.1%
净利润	273	270	142	176	353	487
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	273	270	142	170	347	481
净利率	10.8%	11.5%	5.2%	5.7%	10.2%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	273	270	142	176	353	487
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	90	93	119	111	123	137
非经营收益	37	-23	13	29	2	2
营运资金变动	35	-217	115	668	-180	-224
经营活动现金净流	436	123	389	984	298	401
资本开支	-207	-283	-230	-162	-188	-198
投资	-500	-310	-99	-1	0	0
其他	1	35	32	2	2	2
投资活动现金净流	-706	-557	-296	-161	-186	-196
股权募资	0	0	0	0	-110	0
债权募资	426	-4	0	-501	0	1
其他	-138	-187	-113	-12	-56	-115
筹资活动现金净流	288	-191	-112	-513	-166	-114
现金净流量	17	-625	-20	310	-54	92

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	883	257	231	541	487	578
应收款项	905	1,094	1,086	1,073	1,221	1,396
存货	376	464	391	668	721	801
其他流动资产	636	877	1,017	172	186	206
流动资产	2,801	2,693	2,725	2,454	2,615	2,981
%总资产	69.5%	65.7%	64.5%	61.6%	62.2%	64.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,031	1,238	1,343	1,399	1,453	1,503
%总资产	25.6%	30.2%	31.8%	35.1%	34.5%	32.5%
无形资产	78	130	122	128	136	145
非流动资产	1,227	1,405	1,499	1,531	1,592	1,649
%总资产	30.5%	34.3%	35.5%	38.4%	37.8%	35.6%
资产总计	4,028	4,097	4,223	3,985	4,207	4,631
短期借款	480	480	480	0	0	0
应付款项	279	219	283	372	405	451
其他流动负债	40	28	35	88	149	198
流动负债	800	727	798	460	554	649
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	662	19	21	0	0	0
负债	1,462	746	819	460	554	650
普通股股东权益	2,566	3,351	3,405	3,518	3,641	3,963
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	4,028	4,097	4,223	3,985	4,207	4,631

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.65	0.55	0.29	0.34	0.70	0.97
每股净资产	6.10	6.77	6.88	7.11	7.36	8.01
每股经营现金净流	1.04	0.25	0.79	1.99	0.60	0.81
每股股利	0.30	0.20	0.00	0.11	0.23	0.32
回报率						
净资产收益率	10.63%	8.06%	4.17%	4.83%	9.53%	12.14%
总资产收益率	6.78%	6.59%	3.36%	4.26%	8.25%	10.39%
投入资本收益率	8.68%	7.38%	3.98%	5.14%	9.45%	12.03%
增长率						
主营业务收入增长率	20.39%	-7.19%	14.97%	10.26%	13.77%	14.29%
EBIT 增长率	54.03%	-15.33%	-43.09%	16.72%	90.90%	38.99%
净利润增长率	44.47%	-1.01%	-47.45%	19.66%	104.23%	38.67%
总资产增长率	15.39%	1.73%	3.08%	-5.65%	5.57%	10.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39	71	76	53	53	53
存货周转天数	88	84	69	97	97	97
应付账款周转天数	54	43	30	43	43	43
固定资产周转天数	138	171	170	159	143	128
偿债能力						
净负债/股东权益	8.73%	6.64%	7.32%	-15.36%	-13.33%	-14.50%
EBIT 利息保障倍数	9.7	11.5	15.6	48.0	-37.6	-50.6
资产负债率	36.29%	18.21%	19.39%	11.55%	13.17%	14.03%

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	1	4	4	4
增持	0	1	2	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.33	1.43	1.50

来源：朝阳永续

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。

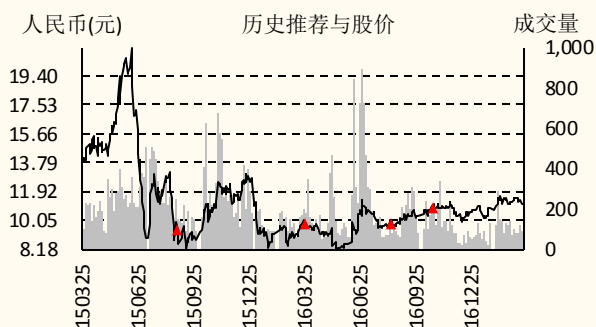
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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
4	2016-10-26	增持	11.06	N/A

来源：国金证券研究所



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