

齐峰新材 (002521.SZ) 造纸行业

评级：增持 维持评级

公司点评

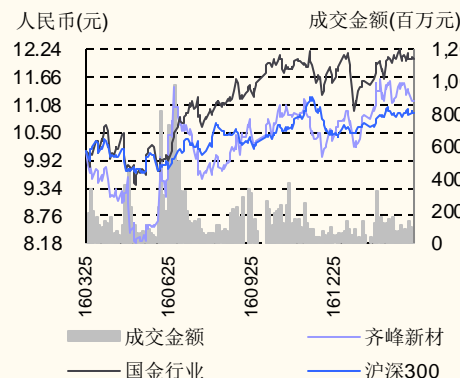
市场价格 (人民币): 9.84 元

成本压力缓解有望，新品产能释放在即

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)	4,868.64
年内股价最高最低(元)	11.60/8.18
沪深 300 指数	3647.35
深证成指	10291.35



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

■ 2017 年上半年，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 16.60 亿元、1.23 亿元和 9,222.16 万元，同比分别增长 34.35%、40.36%和 22.20%。实现全面摊薄 EPS0.19 元/股，符合预期。经营活动净现金流为-1.64 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 43.31%/27.44%，归母净利润同比增速分别 103.67%/-4.90%。公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 1.04 亿元至 1.42 亿元，同比增长为 10%至 50%。

经营分析

- **收入、利润稳定增长，盈利能力小幅下降。**2017 年上半年，公司营业收入增长 (+34.35%)，公司毛利率降至 16.93% (-0.43pct.)。期间费用率下降 1.15pct.。其中，销售费用率与管理费用率均有所下降 (0.5pct./0.73pct.)，财务费用率上升 0.07pct.，这主要系由于利息支出同比增长所致。此外，上半年，公司归母净利润率为 5.55% (-0.56pct.)，盈利能力小幅下降。
- **产销两旺配合提价促成营业收入增长。**上半年，公司完成产量 18.33 万吨，同比增长 11.59%，完成销量为 18.02 万吨，同比增长 14.34%，整体产销率高达 98.31%，处于产销两旺的状态。受主要原材料钛白粉 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。产销两旺配合产品提价，公司上半年营收增速达到 34.35%，较 2016 年同期增速提升 26.83pct.，并创下近 8 年上半年收入增速新高。
- **原材料涨价拖累上半年盈利，下半年这一情况有望缓解。**纸浆和钛白粉为公司主要原材料，而上半年两大原材料价格则延续了 2016 年以来的上涨趋势。其中，纸浆半年平均最大涨幅为 8.56%，钛白粉平均最大涨幅为 19.02%。受此影响，上半年公司营业成本较 2016 年同期大增 35.05%，最终导致毛利率和净利率分别下降 0.43pct.和 0.56pct.。但是我们认为，今年下半年，原材料涨价导致公司盈利能力下降的问题将有望缓解。1) 根据国金化工观点，受环保巡视等因素影响，下半年钛白粉虽具备继续涨价的预期，不过整体涨幅将会收窄。另一方面，今年国际纸浆市场持续有新增产能投放，且现阶段国内经济复苏，人民币开始走强。因此无论是纸浆出厂价还是进口价，下半年都将承压。2) 公司上半年存货增加了 10.57%，主要是原材料储备增加所致。我们认为，公司上半年加大了对原材料的囤积，在一定

相关报告

1. 《齐峰新材 2016 年年报点评-行业洗牌临近收官，公司业绩迎来拐点》，2017.3.24
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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

程度上能够降低下半年成本端压力，促使盈利能力出现回升。3) 公司热电联产项目，现阶段已经完成 95% 的建设进度，年内将投入使用，预计投产后将会为公司缩减 5,600 万左右的费用。因此，综合来看，下半年原材料涨价对公司成本端的影响存在弱化可能，对盈利能力的拖累也将得到缓解，预计伴随下半年需求旺季来临，整体盈利能力有望得到回升。

- **非公开发行终止不影响年内产能释放进度，高端产品投放后中长期盈利还有提升空间。**7 月 4 日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》，终止 2016 年 9 月计划的非公开发行计划。此前，公司预计投资的无纺（布）项目目前建设顺利，预计年内投产，而素色装饰纸项目暂缓。公司自建的年产 6.8 万吨高性能环保装饰板材饰面材料建设项目，已有 1.8 万吨高清晰度耐磨材料生产线于 2016 年上半年投产，而剩余 5 万吨产能将于今年 8 月开始释放。综合来看，年内公司仍有产能投放，预计整体产能规模将达到 37 万吨以上，有利于扩大公司销售规模，并巩固行业龙头地位。另一方面，公司今年新增产能主要以高端产品为主，其中无纺壁纸有 20%-25% 左右的毛利水平。因此，伴随产能逐步释放，高端产品未来销售占比将得以提升，公司中长期盈利能力有望进一步改善。

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，装饰原纸行业剧烈竞争的态势还将持续，公司的领先优势 and 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 2017-2019 年 EPS 预测为 0.34/0.70/0.97 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

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%

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	2
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.50

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
4	2016-10-26	增持	11.06	N/A
5	2017-03-27	增持	11.21	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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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