

评级：增持 维持评级

公司点评

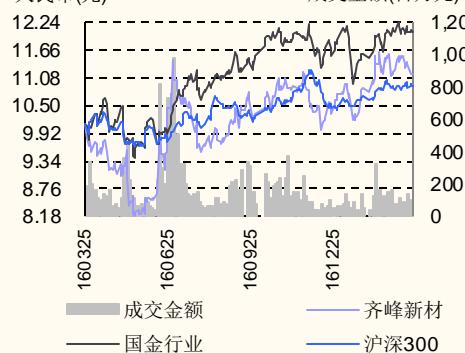
市场价格(人民币): 9.84元

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 |
| 人民币(元) | 成交金额(百万元) |



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，而上半年两大原材量价格则延续了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

- 《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
- 《齐峰新材2016年三季报点评-行业洗牌持续，盈利反转须待来年》，2016.8.19
- 《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

竭力

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
 qiusjia@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2017-2019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 |

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 |
| 应收账款 | 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 | 0 | 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 | 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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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