

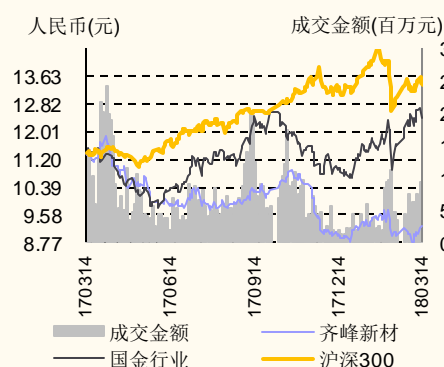
齐峰新材 (002521.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.26 元

成本压力不容小觑, 产能爬坡带动增长**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	430.76
总市值(百万元)	4,580.79
年内股价最高最低(元)	11.85/8.77
沪深 300 指数	4073.34
深证成指	11139.63

**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.29	0.32	0.46	0.61	0.82
每股净资产(元)	6.88	6.91	7.21	7.38	7.93
每股经营性现金流(元)	0.79	-0.50	0.33	-0.02	0.07
市盈率(倍)	37	29	20	15	11
行业优化市盈率(倍)	84	82	87	87	87
净利润增长率(%)	-47.45%	10.90%	44.55%	31.72%	35.16%
净资产收益率(%)	4.17%	4.61%	6.37%	8.21%	10.33%
总股本(百万股)	494.69	494.69	494.69	494.69	494.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 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 35.73 亿元、1.98 亿元和 1.61 亿元, 同比分别增长 31.94%、8.37% 和 13.09%, 实现全面摊薄 EPS0.32 元, 符合预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。

经营分析

- 量价齐升推动收入增长, 原材料全面涨价拖累全年盈利。2017 年, 公司产销量同比分别增长 7.95/10.74%, 产销率 100.81%。年内公司上调产品价格, 售价同比增长 19.27%。两项因素叠加, 成为公司收入端实现高速增长的主因。但是公司的核心原材料钛白粉和纸浆, 在 2017 年内都出现价格大幅上涨, 尤其是下半年浆价大幅拉升进一步加大成本端压力, 公司核心产品可印刷装饰原纸原材料成本占比提升 3.72pct。受成本压力影响, 公司毛利率基本处在逐季下滑的状态, 其中 Q4 毛利率环比和同比分别下滑 2.14pct. 和 3.73pct., 导致整体毛利率和净利率水平同比下降 1.76pct. 和 0.75pct。
- 原材料压力仍在产品存在提价可能, 核心看点集中在新增产能的爬坡提升。根据国金大化工团队观点, 受欧美经济复苏钛白粉海外需求旺盛的影响, 国内价格在今年仍存在上涨可能, 虽然整体价格波动将弱于去年, 但有望突破去年价格高位。浆价方面, 我们认为, 国际纸浆未来两年新增产能基本难以改变现阶段的供需格局, 因此年内浆价大概率将维持高位。2018 年, 公司成本端压力仍不容小觑, 预计为应对成本影响整体盈利, 年内产品具备再次提价可能。2017 年 11 月, 公司完成新增无纺壁纸生产线建设, 整体产能上升至 42.3 万吨。新产能在进一步巩固公司行业龙头地位的同时, 我们认为, 年内公司将进入产能释放的爬坡期, 新产能利用率的逐步提升将奠定销量增长的基础, 成为今年收入端增长的主要贡献来源之一。

盈利预测与投资建议

- 装饰原纸行业剧烈竞争的态势还将持续, 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。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46/0.61/0.82 元 (三年 CAGR37%), 对应 PE 分为 20/15/11 倍, 维持公司“增持”评级。

风险因素

- 原材料价格上涨风险; 产品质量风险; 专利诉讼风险。

相关报告

- 1.《齐峰新材 2017 年半年报点评-成本压力缓解有望, 新品产能释放...》, 2017.8.14
- 2.《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...》, 2017.3.27

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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,356	2,708	3,573	4,392	5,351	6,502
增长率		15.0%	31.9%	22.9%	21.8%	21.5%
主营业务成本	-1,832	-2,267	-3,054	-3,735	-4,546	-5,486
%销售收入	77.8%	83.7%	85.5%	85.0%	85.0%	84.4%
毛利	523	441	520	657	805	1,016
%销售收入	22.2%	16.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.6%
营业税金及附加	-6	-20	-21	-25	-24	-29
%销售收入	0.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
营业费用	-68	-89	-91	-110	-128	-143
%销售收入	2.9%	3.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%
管理费用	-137	-155	-207	-246	-285	-338
%销售收入	5.8%	5.7%	5.8%	5.6%	5.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	313	178	200	276	368	506
%销售收入	13.3%	6.6%	5.6%	6.3%	6.9%	7.8%
财务费用	-27	-11	-18	-18	-25	-39
%销售收入	1.1%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-7	-11	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	18	27	16	15	15	15
%税前利润	5.9%	16.6%	8.5%	5.6%	4.3%	3.1%
营业利润	296	183	195	273	358	482
营业利润率	12.6%	6.8%	5.5%	6.2%	6.7%	7.4%
营业外收支	3	-19	-7	-5	-5	-6
税前利润	299	164	188	268	353	477
利润率	12.7%	6.0%	5.3%	6.1%	6.6%	7.3%
所得税	-29	-22	-31	-40	-53	-71
所得税率	9.6%	13.2%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	270	142	157	228	300	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	270	142	157	228	300	405
净利率	11.5%	5.2%	4.4%	5.2%	5.6%	6.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	270	142	161	228	300	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	93	119	120	128	141	155
非经营收益	-23	13	11	31	21	35
营运资金变动	-217	115	-538	-221	-470	-559
经营活动现金净流	123	389	-246	165	-8	36
资本开支	-283	-230	-234	-133	-156	-165
投资	-310	-99	760	-1	0	0
其他	35	32	19	15	15	15
投资活动现金净流	-557	-296	545	-119	-141	-150
股权募资	0	0	0	0	-120	0
债权募资	-4	0	87	-146	320	211
其他	-187	-113	-169	-26	-106	-143
筹资活动现金净流	-191	-112	-82	-171	94	67
现金净流量	-625	-20	218	-125	-56	-47

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	257	231	448	324	268	222
应收款项	1,094	1,086	1,629	1,716	2,090	2,540
存货	464	391	482	843	1,026	1,238
其他流动资产	877	1,017	279	222	269	325
流动资产	2,693	2,725	2,838	3,104	3,653	4,324
%总资产	65.7%	64.5%	63.6%	65.9%	69.3%	72.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,238	1,343	1,470	1,478	1,480	1,476
%总资产	30.2%	31.8%	33.0%	31.4%	28.1%	24.8%
无形资产	130	122	120	126	135	143
非流动资产	1,405	1,499	1,623	1,607	1,617	1,621
%总资产	34.3%	35.5%	36.4%	34.1%	30.7%	27.3%
资产总计	4,097	4,223	4,461	4,711	5,270	5,945
短期借款	480	480	566	443	763	973
应付款项	219	283	372	558	680	821
其他流动负债	28	35	85	140	178	230
流动负债	727	798	1,023	1,142	1,621	2,023
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	19	21	21	0	0	0
负债	746	819	1,044	1,142	1,621	2,024
普通股股东权益	3,351	3,405	3,417	3,569	3,649	3,921
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,097	4,223	4,461	4,711	5,270	5,945

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.55	0.29	0.32	0.46	0.61	0.82
每股净资产	6.77	6.88	6.91	7.21	7.38	7.93
每股经营现金净流	0.25	0.79	-0.50	0.33	-0.02	0.07
每股股利	0.30	0.20	0.30	0.15	0.20	0.27
回报率						
净资产收益率	8.06%	4.17%	4.61%	6.37%	8.21%	10.33%
总资产收益率	6.59%	3.36%	3.53%	4.83%	5.69%	6.81%
投入资本收益率	7.38%	3.98%	4.21%	5.84%	7.08%	8.79%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.19%	14.97%	31.94%	22.91%	21.83%	21.51%
EBIT 增长率	-15.33%	-43.09%	12.65%	37.56%	33.31%	37.72%
净利润增长率	-1.01%	-47.45%	10.90%	44.55%	31.72%	35.16%
总资产增长率	1.73%	3.08%	5.61%	5.61%	11.88%	12.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71	76	57	54	54	54
存货周转天数	84	69	52	82	82	82
应付账款周转天数	43	30	29	46	46	46
固定资产周转天数	171	170	149	124	103	86
偿债能力						
净负债/股东权益	6.64%	7.32%	3.45%	3.34%	13.55%	19.18%
EBIT 利息保障倍数	11.5	15.6	11.3	15.5	14.9	12.9
资产负债率	18.21%	19.39%	23.40%	24.23%	30.75%	34.04%

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
	2	4	5	5	8
	0	0	1	1	2
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	1.00	1.00	1.17	1.17	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	2016-03-30	增持	9.66	N/A
2	2016-08-19	增持	9.78	N/A
3	2016-10-26	增持	11.06	N/A
4	2017-03-27	增持	11.21	N/A
5	2017-08-14	增持	9.84	N/A

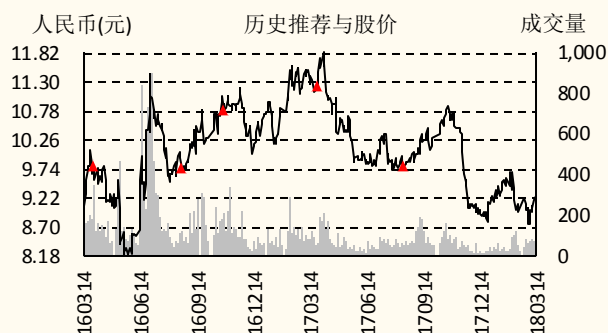
来源：国金证券研究所

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH