

2010 年 11 月 23 日



公司研究

新股研究

建议询价区间：32 - 36 元

国内装饰原纸龙头企业

——齐峰股份(002521)新股研究

核心观点

申购建议：

目前造纸行业整体 2010 年动态估值在 26 倍左右，但是公司业务与传统造纸企业存在较大区别，传统造纸企业产品主要是文化纸以及包装纸，而公司属于特种纸行业，当前 A 股市场无相同业务公司可参照。综合考虑造纸行业估值以及当前市场估值情况，我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间在 35-40 倍，我们预计 2010 年公司发行后总股本摊薄每股收益为 0.98 元，对应股价为 34.3-39.2 元，建议询价区间 32-36 元。

主要依据：

公司是我国少数有能力制造高档装饰原纸产品的龙头企业，目前拥有年生产能力 16 万吨，生产规模位居国内行业首位。公司是科技部认定的国家新材料产业化基地骨干企业，拥有山东省科技厅认定的山东省高档装饰原纸工程技术研究中心和国内唯一的装饰原纸院士工作站。公司生产的装饰原纸销量和销售额 2007 年、2008 年、2009 年连续三年排名国内第一。

公司主要从事高档装饰原纸研发、生产和销售业务，拥有素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸和平衡原纸 4 大系列产品、300 多个品种。

装饰原纸主要用于人造板等多种板材的饰面装饰。随着我国城镇化进程的进一步推进、城市新住宅的大批建造和旧城改造、居住条件的不断改善及消费水平不断提高，公共建筑装饰装修产业保持高速增长，板式家具、强化木地板、防火板需求旺盛，将带动装饰原纸行业快速增长，市场发展前景广阔。

募集资金拟投向两个项目：年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目和年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目，两个项目投资总额分别为 1.60 亿元、4.92 亿元，合计投资总额 6.52 亿元。两个项目投产后公司年产能将增加 11.5 万吨，较当前年产能 16 万吨增长 71.9%，公司净利润有望翻番。

基础数据

发行后总股本(万股)	14725.00
发行A股(万股)	3700.00
发行前每股净资产(元)	4.19
09年每股收益(元)	1.08
建议询价区间(元)	32-36

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	988	1,244	1,568	1,724
同比增速(%)	2.39%	25.94%	26.05%	9.93%
净利润(百万)	119	144	184	203
同比增速(%)	83.14%	21.66%	27.58%	10.03%
EPS(元)	0.81	0.98	1.25	1.38

研究员：汪立

电话：01084183136

Email: wangli@guodu.com

执业证书编号：S0940210060007

联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 公司发行情况一览

齐峰股份为国内装饰原纸龙头企业，本次拟发行 3700 万股，占发行后总股本的 25.1%，募集资金主要用于年产 1.5 万吨高清晰度耐磨纸项目和年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目。

图表 1：公司发行情况一览

公司名称	山东齐峰特种纸业股份有限公司
公司简称	齐峰股份
发行地	深圳
发行日期	2010年12月1日
申购代码	002521
发行股数	发行3700万股，占发行后总股本的25.1%
发行方式	网下、网上结合
发行后总股本	14,725万股
每股收益（2009）	1.08元
发行后全面摊薄每股收益（2009）	0.81元
发行前每股净资产（2009）	4.19元

数据来源：招股说明书

公司的实际控制人李学峰先生本次发行前持有公司 41.67%的股份，其家庭成员直接和间接持有公司 1.41%的股份，李学峰实际控制的股份比例为 43.08%。若发行 3,700 万股股票后，其控制公司 32.25%的股份，仍为公司实际控制人。

图表 2：发行前后股权结构一览

股东名称	发行前		发行后	
	所持股份（万股）	出资比例（%）	所持股份（万股）	出资比例（%）
李学峰	4592.66	41.67	4592.66	31.19
其他股东	6432.34	58.33	6432.34	43.68
社会公众股	0.00	0.00	3700.00	25.13
合计	11025.00	100.00	14725.00	100.00

数据来源：招股说明书

2. 国内装饰原纸龙头企业

公司主要从事高档装饰原纸研发、生产和销售业务，拥有素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸和平衡原纸 4 大系列产品、300 多个品种。2010 年 5 月，随着 12 号车间年产 5 万吨装饰原纸的 2640 纸机生产线的正式投公司设计生产能力已经达到 16.0 万吨/年。

装饰原纸是一种工业特种用纸，经其贴面的人造板的大量使用能有效降低原木的使用比例，可减轻对环境的压力、保护森林资源。

公司是我国较早从事装饰原纸研发和生产的公司，经过近几年快速发展，目前拥有 16 万吨的年生产能力，生产规模位居国内行业前列，已成为我国少数有能力制造高档装饰原纸的龙头企业。

► 近年来公司毛利率提升明显

从分产品收入结构来看，素色装饰原纸是公司收入的主要来源，2010 年上半年在公司收入中占比达到 66.1%，但是今年来收入占比逐渐降低。可印刷装饰原纸是公司第二大收入来源，2010 年上半年占比达到 21.3%。表层耐磨原纸和平衡原纸分别占公司收入的 12.2%、0.4%。

图表 3：分产品收入一览

产品类别	2007		2008		2009		2010H	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
素色装饰原纸	64,449	73.17%	68,426	70.96%	67,541	68.42%	41,637	66.06%
可印刷装饰原纸	10,878	12.35%	14,427	14.96%	17,095	13.04%	13,417	21.29%
表层耐磨原纸	10,430	11.84%	12,096	12.54%	12,872	17.32%	7,704	12.22%
平衡原纸	1,499	1.70%	1,462	1.52%	1,210	1.22%	268	0.42%
其他	829	0.94%	16	0.02%	-	-	-	-
合计	88,084	100.00%	96,427	100.00%	98,718	100.00%	63,025	100.00%

数据来源：招股说明书

从各种产品的毛利率来看，表层耐磨原纸毛利率一直处于较高水平，近年来一直保持在 32% 以上；素色装饰原纸 2009 年达到高点，今年上半年有所回落；可印刷装饰原纸、平衡原纸 2009 年以来毛利率大幅提升。从整个公司来看，2009 年毛利率达到 26.4%，比 2008 年提升了 6.3 个百分点，比 2007 年提升超过 10 个百分点，2010 年上半年由于木浆价格上涨，毛利率有所回落。

图表 4：分产品毛利率一览

毛利率	2007	2008	2009	2010H
素色装饰原纸	16.05%	19.85%	26.21%	23.48%
表层耐磨原纸	32.71%	35.89%	35.51%	33.65%
可印刷装饰原纸	2.48%	8.98%	20.55%	24.36%
平衡原纸	11.71%	9.84%	22.10%	24.43%
化工产品	8.34%	0.00%	-	-
合计	16.20%	20.08%	26.39%	24.92%

数据来源：招股说明书

► 木浆和钛白粉是成本主要构成

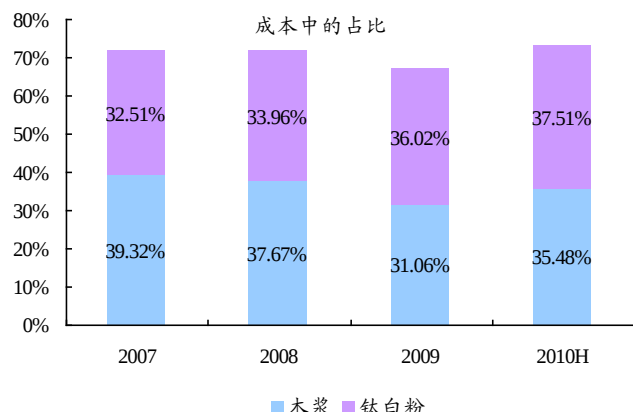
装饰原纸的主要原材料为钛白粉和木浆，两者合计在公司成本中占比超过 70%，是影响公司毛利率的最主要因素。2008 年底，受国际金融危机影响国内木浆价格持续下跌，因此 2009 年公司采购木浆和钛白粉价格明显下降，2009 年木浆和钛白粉采购均价分别比 2008 年下降 30.4%、30.0%，但是公司产品价格仅下降 7.5%，所以公司毛利率大幅提升。

2009 年以来随着经济形势好转，木浆价格持续上行，在今年年初一度超过历史高点，2010 年上半年公司木浆成本比 09 年提升 20.6%。钛白粉价格上涨幅度明显小于木浆，仅上涨 5.7%。2010 年上半年，公司产品价格略有下降，与 09 年相比，售价有所下降，成本有所上升，所以毛利率有所降低。

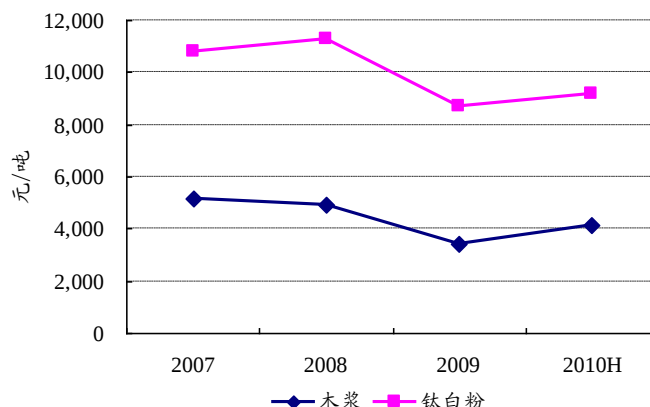
目前，木浆价格在经历了年初的疯狂之后已经有了超过 10% 的回调，但是整

体木浆价格仍处在较高水平,我们认为木浆价格中长期来看仍将走强,如果公司终端价格持续下跌,我们认为公司毛利率很难持续上升。

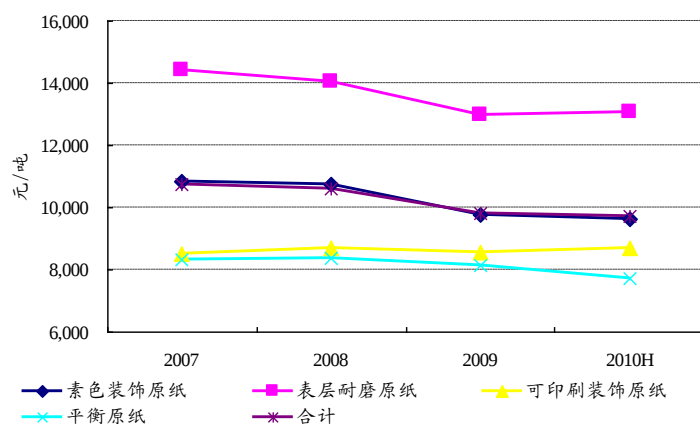
图表 5: 木浆和钛白粉在成本中的占比



图表 6: 木浆和钛白粉价格情况



图表 7: 公司产品价格一览



数据来源: 招股说明书

3. 行业及公司发展前景

➤ 下游需求快速增长

装饰原纸主要用于人造板等多种板材的饰面装饰。随着我国城镇化进程的进一步推进、城市新住宅的大批建造和旧城改造、居住条件的不断改善及消费水平不断提高,公共建筑装饰装修产业保持高速增长,板式家具、强化木地板、防火板需求旺盛,将带动装饰原纸行业快速增长,市场发展前景广阔。

➤ 符合国家政策发展方向

我国森林资源十分匮乏,发展人造板成为缓解木材类产品供求矛盾的有效途径,国家相继出台了限制实木消费、鼓励使用人造板的政策,引导实木地板、家具生产商和市场消费向绿色环保的人造板转变。

用装饰原纸贴面的人造板是替代实木板材的理想产品。大力发展装饰原纸产业有利于保护森林资源和生态环境,有利于我国森林资源永续利用、国民经济的持续健康发展和绿色 GDP 的实现,符合绿色消费的趋势和可持续发展的科学发展观。

➤ 公司是行业龙头企业,规模优势明显

公司是我国少数有能力制造高档装饰原纸产品的龙头企业，目前拥有年生产能力 16 万吨，生产规模位居国内行业前列。公司是科技部认定的国家新材料产业化基地骨干企业，拥有山东省科技厅认定的山东省高档装饰原纸工程技术研究中心和国内唯一的装饰原纸院士工作站。公司生产的装饰原纸销量和销售额 2007 年、2008 年、2009 年连续三年排名国内第一。据统计，目前我国装饰原纸生产企业约为 3 家，主要集中在山东、浙江等地。其中，年产量超过 2 万吨的企业不超过 5 家，行业集中度较高

图表 8：行业前五大公司

企业名称	产能（万吨）
山东齐峰特种纸业股份有限公司	16
山东鲁南纸业集团有限公司	6
浙江夏王纸业有限公司	3
杭州华锦特种纸有限公司	3
山东禹城市北辰纸业有限公司	2

数据来源：招股说明书

4. 募投项目分析

募集资金拟投向两个项目：年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目和年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目，两个项目投资总额分别为 1.60 亿元、4.92 亿元，合计投资总额 6.52 亿元。两个项目投产后公司年产能将增加 11.5 万吨，较当前年产能 16 万吨增长 71.9%，公司净利润有望翻番。

图表 9：募投项目一览

项目名称	投资总额	建设投资	流动资金	建设期
年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目	15,970.28	13,510.61	2,459.67	18 个月
年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目	49,201.70	41,706.82	7,494.88	24 个月
合计	65,171.98	55,217.43	9,954.55	—

数据来源：招股说明书

5. 公司合理股价为

由于公司募投项目达产时间需在建成后 2-3 年，所以 2012 年产能增量主要依靠 2010 年 5 月投产 5 万吨产能，以及年产 1.5 万吨高清晰度耐磨纸项目，我们预计公司 2010-2012 年公司 EPS 为 0.98 元、1.25 元、1.38 元。募投项目的影响主要体现在 2012 年之后。

目前造纸行业整体 2010 年动态估值在 26 倍左右，但是公司业务与传统造纸企业存在较大区别，传统造纸企业产品主要是文化纸以及包装纸，而公司属于特种纸行业，并且当前 A 股市场无可参照企业。综合考虑，我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间在 35-40 倍，对应股价为 34.3-39.2 元，建议询价区间 32-36 元。

图表 10：齐峰股份盈利预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	98,772	124,390	156,800	172,375
其中：营业收入	98,772	124,390	156,800	172,375
毛利率	26.39%	25.03%	24.31%	24.12%
二、营业总成本	85,006	107,395	135,062	148,436
其中：营业成本	72,708	93,255	118,682	130,798
营业税金及附加	334	498	627	690
销售费用	4,019	4,976	6,272	6,895
管理费用	5,867	6,966	8,781	9,653
财务费用	1,764	1,500	500	200
期间费用率	11.79%	10.81%	9.92%	9.72%
资产减值损失	315	200	200	200
投资收益	-	0	0	0
三、营业利润	13,766	16,996	21,738	23,939
增长率	123.62%	23.47%	27.90%	10.13%
加：营业外收入	467	400	400	400
减：营业外支出	75	200	200	200
四、利润总额	14,158	17,196	21,938	24,139
增长率	124.94%	21.45%	27.58%	10.03%
减：所得税费用	2,285	2,751	3,510	3,862
五、净利润	11,873	14,445	18,428	20,277
增长率	83.14%	21.66%	27.58%	10.03%
归属于母公司所有者的净利润	11,873	14,445	18,428	20,277
少数股东损益	-	0	0	0
六、每股收益（发行后股本摊薄）	0.81	0.98	1.25	1.38

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com