

装饰原纸行业龙头企业

——齐峰股份（002521）新股投资价值分析报告

报告日期：2010年11月25日

分析师

寻春珍

☎0755-83515662

✉ xuncz@cgws.com

执业证书编号：S1070210020008

合理价格区间：31.0-37.2元

发行数据

总股本（万股）	14725
发行数量（万股）	3700
发行价格（元）	
发行方式	网下发行+网上申购
保荐机构	光大证券
主要股东	李学峰家族

公司盈利预测(百万)

	2009A	2010E	2011E
营业收入	987.77	1199.50	1404.00
(+/-%)	2.4	21.44	17.05
净利润	118.73	143.02	183.22
(+/-%)	82.85	20.46	28.11
摊薄每股收益	0.81	0.97	1.24

要点：

- **IPO概况：**公司主营产品为高档装饰原纸，产能规模为国内龙头，世界第二，占据国内30%左右的市场份额。
- **市场前景广阔：**装饰用纸主要用于人造板等板材的饰面装饰。随着我国新农村建设和城市化进程的进一步推进、城市新住宅的大批建设和旧城改造、居住条件的不断改善和环保意识的增强，人造板的需求仍将保持高速增长的态势。人造板行业高速增长带动了装饰原纸的强劲需求，预计未来10年装饰原纸业年均增长率在15%以上，市场前景广阔。
- **行业竞争格局：**国内装饰原纸生产企业约为30家，行业集中度较高，前5家占据了国内70%左右的市场份额。在低档产品市场因生产企业规模较小，形成了简单的价格竞争格局；在高档装饰原纸市场，因国内只有少数具有规模的厂家能够生产，竞争主要体现在产品质量和批量稳定性等方面，利润率较高。公司近年毛利率水平明显高于传统造纸行业。
- **公司竞争优势：**与同行相比，公司在技术、规模、质量与品牌、市场等方面具有较为突出的竞争优势。公司对终端市场有较强的掌控能力，凭借过硬的产品质量和与技术相结合的营销手段，与众多国内外知名企业建立了全面战略合作伙伴关系，形成了自己稳定的客户群，在业内具有较高的知名度和信誉度。
- **募集资金用途：**公司计划募集资金投资建设两个项目：年产1.5万吨高清晰度耐磨纸项目，预计2011年建成，2013年完全达产；年产10万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸项目，2013年建成，2015年完全达产。两项目完全达产后，公司将新增11.5万吨的生产能力，产能增加72%，成为公司后期利润持续增长的强劲动力。
- **盈利预测与估值，**我们预计公司2010-2012年全面摊薄每股收益分别为0.97元、1.24元和1.48元，净利润分别同比增长20.46%、28.11%和18.96%。我们选取A股特种纸行业上市公司和公司下游的帝龙新材作为估值参照，结合近期中小板新股发行市盈率，预计合理价格区间31.0-37.2元，对应2011年动态市盈率为25-30倍。
- **风险提示：**主要原材料价格上涨风险；税收优惠风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

目录

一、公司概况	3
二、主营业务分析	3
2.1 装饰原纸市场前景广阔	3
2.2 行业竞争格局	5
2.3 公司竞争优势	6
2.4 公司盈利能力分析	6
三、募投项目盈利分析	8
3.1 年产 15000 吨高清晰度耐磨纸项目	8
3.2 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目	8
四：盈利预测与估值定价	9
五：风险提示	11

图标目录

图 1：装饰原纸产业链情况	3
图 2：装饰原纸产品分类及应用示例图	4
图 3：2001-2009 年我国人造板年复合增长率 23.4%	4
图 4：2003-2008 年我国装饰原纸需求量年复合增长率 20.2%	5
图 5：我国装饰原纸进出口情况	5
图 6：2010H 公司收入按产品分类	7
图 7：2010H 公司毛利按产品分类	7
图 8：公司综合毛利率比高于传统造纸行业	7
表 1 2008 年装饰原纸主要生产企业产能情况	6
表 2 近年各产品毛利率情况	7
表 3 1.5 万吨耐磨纸项目达产计划表	8
表 4 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目达产计划表	9
表 5 主营收入预测表	9
表 6 期间费用率情况	10
表 7 盈利预测表	10
表 8 相关上市公司盈利预测与估值水平	10

一、公司概况

公司从事高档装饰原纸的生产与销售，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四大系列产品，三百多个品种。

装饰用纸主要用于人造板等板材的饰面装饰，公司为国内装饰原纸行业龙头，年产能 16 万吨，在业内规模遥遥领先，具有较明显的竞争优势。

公司控股股东为李学峰家族，共持有发行人发行前股份的 43.08%，在本次发行前总股本为 11,025 万股，本次拟公开发行 3,700 万股。

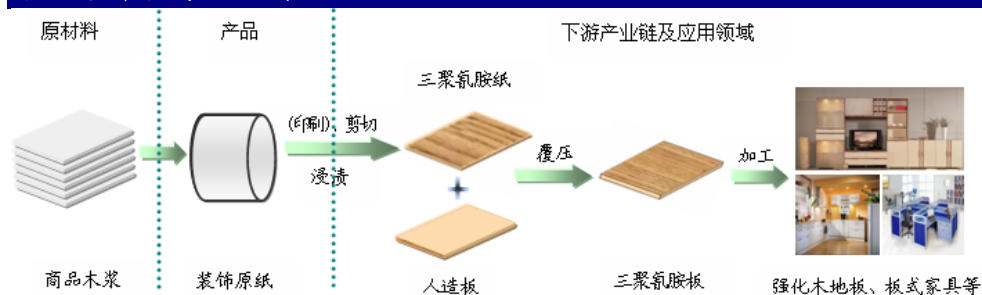
二、主营业务分析

2.1 装饰原纸市场前景广阔

2.1.1 应用领域

装饰原纸是以木浆和钛白粉为主要原料，经特殊工艺加工而成的工业特种用纸，经过印刷、三聚氰胺树脂浸胶后，主要用于纤维板、刨花板等人造板的护面层纸、面层用纸和底层用纸。

图 1：装饰原纸产业链情况

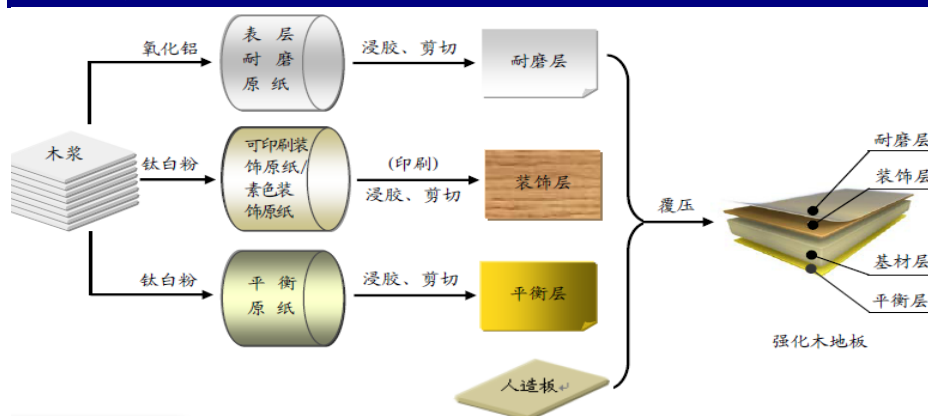


数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

经三聚氰胺纸贴面的人造板制作成的各种装饰材料，具有隔热、阻燃、不翘曲、不开裂、易清洁等优良特性。花色品种多、文理清楚，图案丰富美观、色泽鲜艳亮丽、层次感突出，广泛用于酒店、商场、写字楼、各类娱乐文化场所等中高档建筑装饰装修、家居装饰装修、家具和强化木地板的制造以及交通运输工具的内部装饰，是一种“以纸代塑、以纸代木”的时尚环保材料。

装饰原纸按照应用特性及用途可分为素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸和平衡原纸。

图 2：装饰原纸产品分类及应用示例图



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

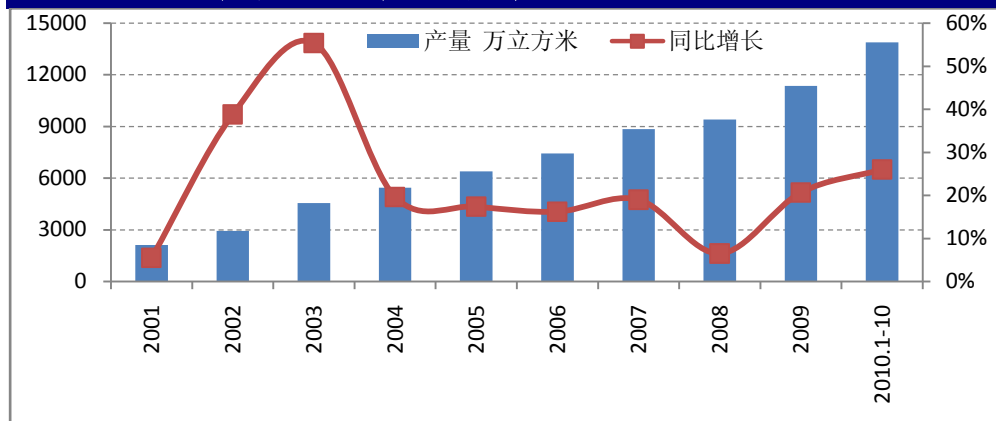
2.1.2 未来 10 年年均增长率 15%以上

装饰原纸主要用于人造板的贴面制作，人造板是建筑装饰装修和家具的主要原材料。近年来，在建筑装饰和家具业的带动下，我国人造板产业得到了迅猛发展，已成为世界人造板第一生产大国。据国家林业局数据统计显示，2001-2009 年，我国人造板年复合增长率达到 23.4%。

在我国住宅产业持续快速增长、酒店服务业、公共建筑装饰产业迅猛发展的带动下，作为实木板材的优良替代品的人造板将获得持续快速发展。

特别是“十二五”期间随着我国新农村建设和城市化进程的进一步推进、城市新住宅的大批建设和旧城改造、居住条件的不断改善和环保意识的增强，人造板的需求仍将保持高速增长的态势。

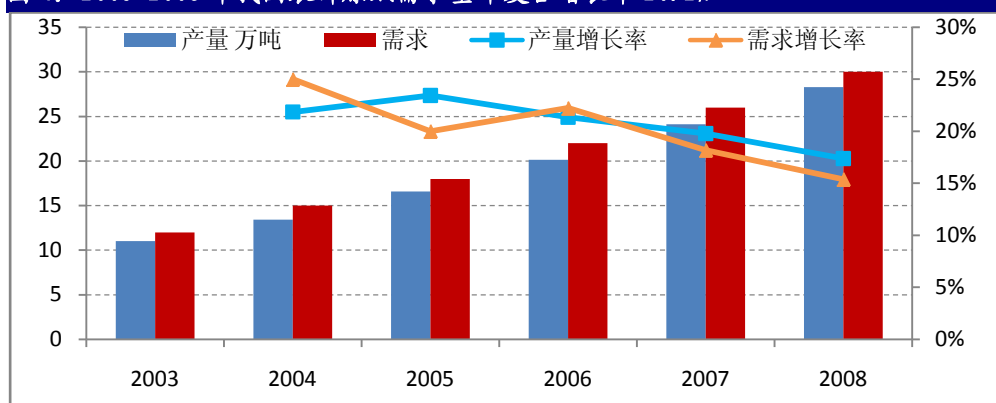
图 3：2001-2009 年我国人造板年复合增长率 23.4%



数据来源：国家林业局 长城证券研究所

人造板行业高速增长带动了装饰原纸的强劲需求，2003 年我国装饰原纸年产量约 11.03 万吨，需求量约 12 万吨，到 2008 年我国装饰原纸年产量已达 28.3 万吨，需求量在 30 万吨左右，产量年复合增长率 20.71%，需求年复合增长率 20.2%。

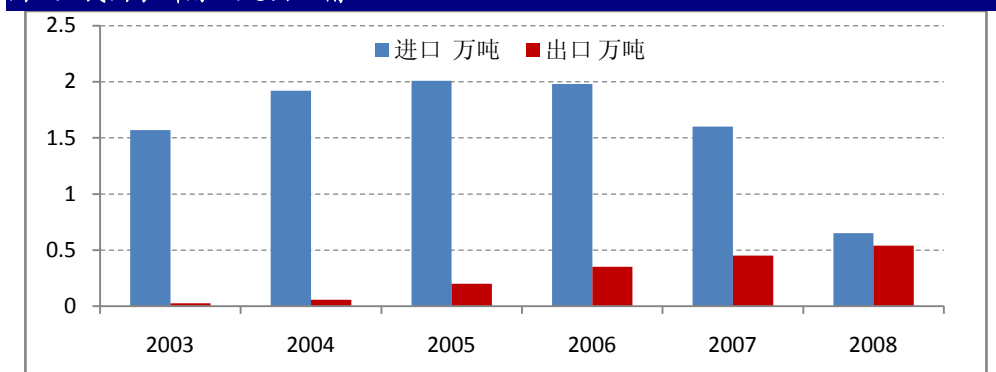
图 4：2003-2008 年我国装饰原纸需求量年复合增长率 20.2%



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

20 世纪 90 年代以前，国内装饰原纸市场主要被欧美厂家占据。从 90 年中后期开始，我国房地产业、建筑装饰行业的快速发展，装饰原纸需求量迅速增加，国内装饰原纸生产企业快速发展壮大。目前国产装饰原纸产品质量已达到国外同类产品水平，凭借低成本优势，逐渐替代进口，并有进一步向海外扩张的趋势。

图 5：我国装饰原纸进出口情况



数据来源：海关统计 长城证券研究所

据《我国装饰原纸发展现状及分析》报告预测，未来十年国内装饰原纸产业发展空间较大，年均增长率将保持在 15% 以上。

2.2 行业竞争格局

按照 2008 年国内装饰原纸产量 28.3 万吨，开工率在 85% 左右的水平计算，2008 年国内装饰原纸总产能约 33 万吨。据统计，我国装饰原纸生产企业约有 30 家，2008 年生产规模处于前 5 名的企业总产能合计 25 万吨，行业集中度较高，产地集中在山东、浙江两省。

另外 25 家生产企业总产能合计约 8 万吨，生产规模较小，产品大多为低档装饰原纸，产品同质性高、附加值低，缺乏竞争力，在低端产品市场形成了简单的价格竞争格局。

而高档装饰原纸在国内只有少数具有规模厂家进行生产，中高档市场的竞争，



主要体现在产品色牢度、遮盖性、适印性和批量稳定性等方面。从行业供需状况来看，中高档装饰原纸供应量较需求量存在较大缺口。

表 1 2008 年装饰原纸主要生产企业的产能情况

企业名称	产能（万吨）	备注
山东齐峰特种纸	11	品种较为齐全，2010.5 公司新建年产 5 万吨装饰原纸项目投产，设计产能增加到 16 万吨/年
山东鲁南纸业	6	品种较为齐全
浙江夏王纸业	3	主要为可印刷装饰原纸
杭州华锦特种纸	3	主要为可印刷装饰原纸
山东禹城市北辰纸业	2	主要为平衡原纸

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

2.3 公司竞争优势

➤ 技术优势

2000 年 7 月，经过多年的技术摸索和研制，公司开发成功了装饰原纸生产技术，产品逐步被国内客户所采用，打开了国内市场。目前公司是我国装饰原纸行业少数掌握高档装饰原纸生产技术的龙头企业，是科技部认定的国家新材料产业化基地骨干企业，是国家发改委和全国人造板标准技术委员会指定的我国装饰原纸行业标准的主要起草单位。

➤ 规模优势

装饰原纸行业与传统造纸行业一样，存在规模效应。目前公司拥有 11 条纸机生产线，年生产能力 16 万吨，生产规模亚洲第一，世界第二，规模遥遥领先国内同行。领先的规模能为公司带来突出的质量效应，在快速满足客户需求上具有明显优势。

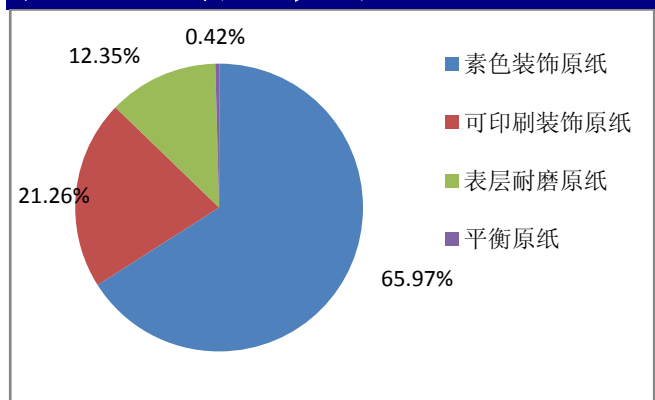
➤ 市场优势

公司产品以直销为主，经过多年市场开拓，目前已在常州、成都、沈阳、东莞设立了四个办事处，并在山东、上海、北京、浙江建立了营销服务机构，负责全国八大区域的销售，已形成较为完备的市场网络。公司对终端市场有较强的掌控能力，凭借过硬的产品质量和与技术相结合的营销手段，公司拥有众多优秀客户群，与美国富美家、圣象集团、全友家私、美国威盛亚等建立了全面战略合作伙伴关系，形成了自己稳定的客户群，在业内具有较高的知名度和信誉度。

2.4 公司盈利能力分析

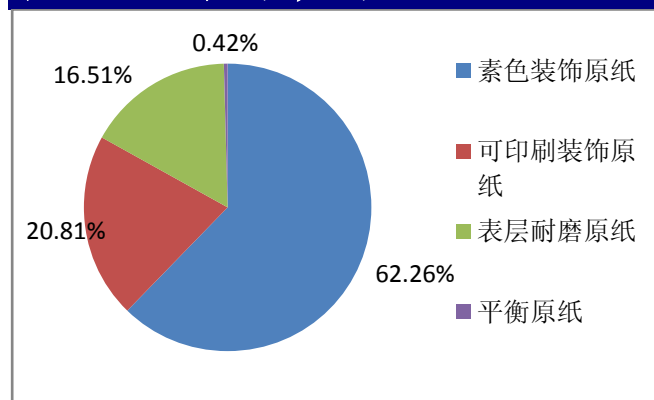
公司收入主要来源于素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸等高档装饰原纸销售收入。从公司产品结构来看，素色装饰原纸为公司收入和利润的主要来源，2010 年上半年素色装饰原纸占公司收入和毛利的比例分别达到 65.97%和 62.26%。

图 6：2010H 公司收入按产品分类



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

图 7：2010H 公司毛利按产品分类



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

2007-2010 年公司综合毛利率呈逐渐上升趋势。主要原因在于公司产品市场占有率较高，议价能力较强，在 2008 年原材料价格大幅下滑的情况下，公司产品售价基本稳定，毛利率较 2007 年增加 3.81 个百分点。另外 2006 年 7 月公司新上的可印刷装饰原纸生产线投产、2007 年 4 月新上的表层耐磨原纸生产线投产，经过调试逐步达产，产量逐年增加，单位成本下降，也是公司这两年毛利率水平上升的原因之一。

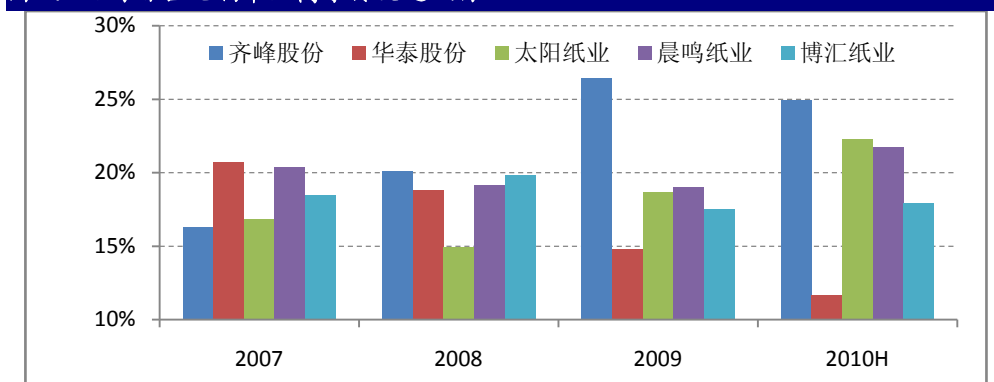
与传统造纸行业相比，公司综合毛利率较高。

表 2 近年各产品毛利率情况

产品类别	2010H	2009	2008	2007
素色装饰原纸	23.48%	26.21%	19.85%	16.05%
可印刷装饰原纸	24.36%	20.55%	8.98%	2.48%
表面耐磨原纸	33.65%	35.51%	35.89%	32.71%
平衡原纸	24.43%	22.10%	9.84%	11.71%
综合毛利率	24.92%	26.39%	20.09%	16.28%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

图 8：公司综合毛利率比高于传统造纸行业



数据来源：公司招股意向书 WIND 长城证券研究所



三、募投项目盈利分析

本次公开发行募集资金用于投资两个项目：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。

3.1 年产 15000 吨高清晰度耐磨纸项目

项目实施主体：子公司淄博欧木

项目建设必要性：公司在 2007 年建成了 2830 纸机生产线以扩大表层耐磨原纸的产能。表层耐磨原纸总产能 1.1 万吨，2009 年产能利用率已达 90.41%，随着市场需求的不断扩大，公司现有供应能力不能满足日益增长的市场需求。

项目进展情况：预计建设期为 18 个月。目前该项目设计已完成，正进行部分设备的采购工作，预计 2011 年建成，2013 年完全达产。

表 3 1.5 万吨耐磨纸项目达产计划表

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
年产 1.5 万吨耐磨纸项目	0	0.40	1.00	1.50	1.50	1.50

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

项目经济效益及分析：公司依据 2009 年底产品实际平均销售价格、原材料实际采购价格及各期费用率情况，结合产品售价和原料价格变动趋势，测算该项目完全达产后的经济效益，结果如下：

投资总额：15970.28 万元

销售收入：19890 万元

利润总额：4908.19 万元

净利润：4171.96 万元

投资利润率：34.45%

财务内部收益率（所得税前）：27%

财务内部收益率（所得税后）：24%

投资回收期（所得税前）5.33 年

投资回收期（所得税后）5.92 年

3.2 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目

项目实施主体：子公司淄博欧木

项目建设必要性：2009 年公司装饰原纸总产能 11 万吨，产量 9.1 万吨，生产能力已接近饱和，2010 年 5 年投产的年产 5 万吨装饰原纸生产线，今年可增加 1.5 万吨的产量，但仍不能满足客户需求。公司继续扩大产能以满足持续快速增长的市场需求，巩固自身的市场竞争地位。



项目进展情况：预计建设期为 24 个月。目前该项目设计已基本完成，部分设备的询价和招标工作也在进行中。预计 2013 年建成，2015 年完全达产。

表 4 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目达产计划表

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸项目	0	0	0	3.00	7.00	10.00

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

项目经济效益及分析：公司测算该项目完全达产后的经济效益，结果如下：

投资总额：49201.70 万元

销售收入：96900 万元

利润总额：12188.05 万元

净利润：10359.84 万元

投资利润率：27.73%

财务内部收益率（所得税前）：23%

财务内部收益率（所得税后）：20%

投资回收期（所得税前）6.57 年

投资回收期（所得税后）7.15 年

四：盈利预测与估值定价

(1) 原有产能利用率维持不变；

(2) 2010 年 5 月投产的 5 万吨装饰原纸生产线预计 2010-2012 年产销量分别为：1.5 万吨、3 万吨、4.5 万吨；

(3) 募投项目 15000 万吨高清晰耐磨原纸 2010-2012 年产销量分别为：0、0.40 万吨、1 万吨；

表 5 主营收入预测表

	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
表层耐磨原纸					
销量（万吨）	0.99	0.59	1.0	1.4	2
单价（元/吨）	12960	13051	13000	13000	13000
收入	12872	7704	13000	18200	26000
毛利率	35.51%	33.65	33.5%	33.4%	33.5%
其他三类产品（素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、平衡原纸）					
销量（万吨）	9.05	5.89	11.5	13	14.5
单价（元/吨）	9484.7	9392.4	9300	9400	9400
收入（万元）	85845	55321	106950	122200	136300
毛利率	25.02%	23.71%	23.8%	24%	24.2%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

(4) 期间费用率：2010-2012 年，预计公司管理费用率分别为：

表 6 期间费用率情况					
种类	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
销售费用	4.07%	2.85%	4%	4%	4%
管理费用	5.94%	5.66%	5.8%	5.8%	5.8%
财务费用	1.79%	1.13%	1%	0	0
合计	11.80%	9.64%	10.8%	9.8%	9.8%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 12.00 亿元、14.04 亿元和 16.23 亿元，同比增长 21.45%、17.05%和 15.60%，归属于母公司股东的净利润分别为 1.43 亿元、1.83 亿元和 2.18 亿元，分别同比增长 20.46%、28.11%和 18.96%，全面摊薄每股收益为 0.97 元、1.24 元和 1.48 元。

表 7 盈利预测表				
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	98772	119950	140400	162300
营业总成本	85006	103095	118752	136510
营业成本	72708	90141	104993	120605
财务费用	1764	1199	0	0
销售费用	4019	4798	5616	6492
管理费用	5867	6957	8143	9413
营业利润	13766	16855	21648	25790
营业外收支	392	200	200	200
利润总额	14158	17055	21848	25990
所得税	2285	2753	3526	4195
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	11873	14302	18322	21795
全面摊薄每股收益	0.81	0.97	1.24	1.48

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

(2) 估值定价

公司业务与传统造纸行业存在较大区别，我们选取 A 股特种纸行业上市公司和公司下游的帝龙新材作为参照。

结合可比公司和近期中小板新股发行市盈率，合理价格区间 31.0-37.2 元，对应 2011 年动态市盈率为 25-30 倍。

表 8 相关上市公司盈利预测与估值水平						
股票名称	EPS			PE		
	2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E



民丰特纸	0.40	0.36	0.45	24.6	27.3	21.8
恒丰纸业	0.54	0.50	0.59	22.2	23.9	20.3
凯恩股份	0.31	0.50	0.66	56.6	35.1	26.6
冠豪高新	0.05	0.28	0.46	207.8	37.1	22.6
帝龙新材	0.59	0.62	0.75	45.4	43.2	35.7
齐峰股份	0.81	0.97	1.24			
平均				71.3	33.3	25.4

数据来源：WIND 长城证券研究所

五：风险提示

➤ 主要原材料价格上涨风险

公司主要原材料为木浆和钛白粉，所用木浆主要从国际市场采购，木浆供应量及供应价格受到国际市场供求关系、国际政治局势、气候等的影响。若国际浆价出现大幅波动，将会影响公司主营业务成本，对公司收益将造成不利影响。

➤ 税收优惠风险

子公司淄博欧木被认定为山东省高新技术企业，自 2008 年 1 月 1 日起适用 15% 的企业所得税税率，有效期为 3 年。如果淄博欧木所得税优惠政策或税率发生变化，将对公司未来盈利产生一定影响。

研究员介绍及承诺:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸及轻工行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bli@cgws.com

韩骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyanwei@cgws.com

黄怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>