

齐峰股份（002521）

无评级

小行业蕴育出的“大企业”

市场数据

报告日期	2010-11-28
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	110.25
拟发行股本(百万股)	37.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	462.49
总资产(百万元)	1024.82
每股净资产	4.19

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	988	1191	1376	1823
同比增长(%)	2.4%	20.6%	15.5%	32.5%
净利润(百万元)	119	138	162	216
同比增长(%)	82.8%	16.6%	17.0%	33.5%
毛利率(%)	26.4%	24.9%	25.7%	25.6%
净利率(%)	12.0%	11.6%	11.8%	11.9%
净资产收益率(%)	31.0%	6.7%	7.3%	8.9%
每股收益(元)	0.81	0.94	1.10	1.47
每股经营现金流(元)	1.08	0.44	0.80	0.56

雒雅梅 王斌
021-38565935
luoym@xyzq.com.cn
执业证书号
S0190200010016

投资要点

- **行业成长空间较大：**2003-2008 年国内装饰原纸产量年复合增长率为 20.73%，08 年行业产量已达 28.3 万吨，约占全球装饰原纸产量的 1/3。据预测，未来十年我国装饰原纸业将保持不低于 15% 的年复合增长率，到 2012 年装饰原纸需求量将突破 52 万吨，未来发展空间较大。
- **公司技术、规模优势显著：**技术方面：公司目前拥有 3 项核心发明专利，35 项外观设计专利，已受理国家专利 5 项；规模方面：公司目前拥有先进水平的 11 条纸机生产线，已形成年产各类装饰原纸 16 万吨的生产能力，生产规模位居国内同行业前列。
- **预测未来 3 年年复合增速为 22.3%：**按照公司产能进度安排，我们预测公司 2010-2012 年销售收入分别为 11.9 亿、13.8 亿和 18.2 亿，同比增长 21%、16% 和 33%；净利润分别为 1.4 亿、1.6 亿和 2.2 亿，同比增长 16%、18% 和 34%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.94 元、1.10 元和 1.47 元。
- **合理定价 30.5 元：**我们选取中小板 5 家可比性公司进行估值比较，发现 2010 年平均 PE 为 31X，参照近期上市的中小板新股估值，我们认为可以给予公司 2010 年 30-35XPE，则对应合理股价为 28.2 元-32.9 元，价格中枢为 30.5 元。
- **风险提示：**1、原材料价格上涨；2、募投项目建设进度低于预期。

目 录

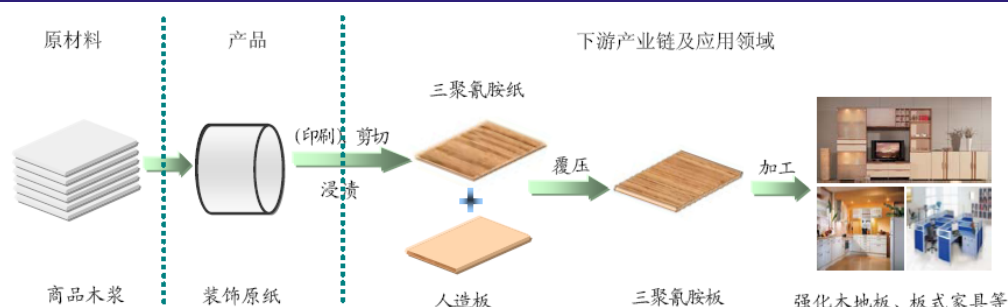
装饰原纸行业发展潜力依然较大	- 3 -
发展空间和市场容量	- 3 -
行业竞争格局	- 4 -
公司竞争优势较为显著	- 4 -
募集资金项目将突破产能瓶颈	- 5 -
合理估值为 30.5 元	- 6 -
 图 1: 装饰原纸产业链图	- 3 -
表 1: 2008 年装饰原纸主要生产企业	- 4 -
表 2: 募投项目投资和建设情况介绍 (单位: 万元)	- 5 -
表 3: 募集资金投资项目达产计划表	- 5 -
表 4: 募投项目达产情况表	- 5 -
表 5: 公司盈利预测结果	- 6 -
表 6: 可比性公司估值比较	- 6 -
附表	- 7 -

装饰原纸行业发展潜力依然较大

发展空间和市场容量

公司主营装饰原纸，产品主要包括素色原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸、平衡原纸四种。主要用于纤维板、刨花板等人造板的护面层纸、饰面用纸和底层用纸。

图 1：装饰原纸产业链图



资料来源：招股说明书

2003-2008 年国内装饰原纸产量年复合增长率为 20.73%，08 年行业产量已达 28.3 万吨，约占全球装饰原纸产量的 1/3。

长期来看，我国板式家具、强化木地板、防火板等装饰原纸下游企业仍保持旺盛的需求态势，从而带动装饰原纸产业的快速发展。据预测，未来十年我国装饰原纸业将存在巨大增长潜力，将保持不低于 15% 的年复合增长率，到 2012 年装饰原纸需求量将突破 52 万吨，未来发展空间巨大。

目前，随着国内经济快速增长，家具、强化木地板等行业已从 2009 年第二季度开始回暖，长期来看，在我国住宅和公共建筑及装饰装修产业带动下，人造板及作为人造板贴面材料将获得快速持续发展。

(1) 住宅产业持续快速增长将带动装饰原纸行业快速增长

据国家统计局统计，2007 年我国城镇人口占总人口比重为 45%，预计到 2020 年我国城镇化率将达 60%，如果以 2008-2020 年人口自然增长率 1% 计算，到 2020 年我国城镇人口将达 9 亿。

按照建设部颁布的“到 2020 年要实现 1 户 1 套，每人 1 间，人均将达到 35 平米的小康社会住宅标准，我国城镇总供需住房面积达 315 亿平米。

截至 2007 年底我国城镇人均住房面积已达 28 平米，城镇居民面积达 166.32 亿平米，还需新增住房面积为 148.68 亿平米，每年住房需求平均增加近 15 亿平米。

(2) 酒店服务业迅猛发展将带动装饰原纸行业快速增长

根据国家旅游局统计数据，国内星级酒店数量 2000 年-2008 年增长了 133.85%，其中四星和五星酒店家数 2008 年底已达 2253 家，年复合增长率为 21.67%，酒店客房数从 2000 年 59.46 万间增加至 159.14 万件，年复合增长率为 13.1%。

据预测，到 2015 年全国将新增各类住宿设施约 20 万家，其中星级酒店约 1 万家，五星级酒店将超过 500 家，大量新增酒店建设及存量酒店改造将产生大量的装饰需求。

(3) 公共建筑装饰产业前景广阔

据统计，2008 年我国公共建筑装饰行业产值从 2002 年的 2770 亿元增加到 2008 年的 7000 亿元，年复合增长率达 16.71%。

根据《中国建筑装饰行业“十一五”发展规划纲要》，到 2010 年，公共建筑装饰装修实现 6000 亿元，年均增长率达到 11% 以上，因此，未来十年内公共建筑的装饰装修需求将带动装饰材料行业的快速发展，从而为装饰原纸行业的产业扩张和产品升级提供了一个广阔的市场空间。

行业竞争格局

据统计，目前我国装饰原纸生产企业约 30 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。国内大部分特种纸生产厂家普遍规模较小，产品大多为低档装饰原纸且产品同质化、附加值低、质量不稳定，因此在低档产品市场上形成检查单的价格竞争格局，而高档装饰原纸在国内只有少数具有规模的厂家进行生产，竞争主要集中在色牢度、遮盖性、适应性和批量稳定性等方面。

当前，国内专业从事装饰原纸生产规模企业有 5 家，如下表所示：

表 1：2008 年装饰原纸主要生产企业

	企业名称	产能（万吨）
1	山东奇峰特种纸业股份有限公司	11
2	山东鲁南纸业集团有限公司	6
3	浙江夏王纸业有限公司	3
4	杭州华锦特种纸有限公司	3
5	山东禹城市北辰纸业有限公司	2

资料来源：招股说明书

公司是国内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。

公司竞争优势较为显著

竞争优势体现在以下几方面：

(1) 技术优势

目前，公司拥有人造板贴面的彩色贴面原纸、人造板贴面的印刷原纸、表层耐磨纸等 3 项自主研发的核心发明专利，35 项外观设计专利；已受理国家发明专利 5 项。其自主研发的表层耐磨原纸 2003 年经国家纸张质量监督检测中心检验，产品以达到国际先进水平，完全可替代同类进口产品，并于 2004 年 5 月被科技部列为国家火炬计划项目。

(2) 规模优势

公司目前拥有先进水平的 11 条纸机生产线，已形成年产各类装饰原纸 16 万吨的生产能力，生产规模位居国内同行业前列。

规模优势大大提高了公司抵御风险的能力：1、带来突出的质量效应；2、在材料采购上具有一定的议价能力；3、公司在大力开发新产品、新技术的同时，能够投入较大力量研究产品的应用技术和为客户提供全面的技术服务和技术支持。4、在

研发、采购、生产、销售以及售后服务等各个环节协同效应高，在快速满足客户需求上具有明显优势；5、规模上的优势使公司有实力和能力承担不断提高的环境治理成本。

（3）营销网络和客户优势

公司目前已在常州、成都、沈阳和东莞设立了四个办事处，并在山东、上海、北京、浙江建立营销服务机构，负责全国八大区域的销售，已形成较为完备的市场网络，基本实现了产品在国内发达地区的全面覆盖。

此外，公司营销中心下设国际贸易部，负责海外市场的开拓。目前公司产品已经销往美国、英国、加拿大、西班牙、墨西哥、印度、巴基斯坦、韩国等近 30 个国家和地区。

经过多年积累，公司已与国内外众多知名企业，如美国富美家、圣像集团、全友家私、吉象木业、升达地板、美国威盛亚等建立了全面战略合作伙伴关系，形成了稳定的客户群。

募集资金项目将突破产能瓶颈

公司募集资金计划总投资额为 6.5 亿元，主要投向年产 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项目。

表 2：募投项目投资和建设情况介绍（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	其中		建设期
			建设投资	流动资金	
1	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
2	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	-

资料来源：招股说明书

其中，“年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目”，计划 2010 年第二季度开工建设，建设期 1.5 年，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清洁生产示范项目”计划 2011 年第三季度开工建设，建设期 2 年，预计 2013 年建成，2015 年完全达产。公司建设的上述两个募集资金投资项目完全达产后，公司将新增 11.5 万吨的生产能力。

表 3：募集资金投资项目达产计划表

项目（万吨）	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目	0	0.4	1	1.5	1.5	1.5
年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目	0	0	0	3	7	10
合计	0	0.4	1	4.5	8.5	11.5

资料来源：招股说明书

募集资金投资项目建设完成后，由于产能的增加是一个渐进的过程，公司新增产能将随着行业需求的持续增长和公司市场的不断拓展而被市场所消化，公司募集资金投资项目建成后的达产情况如下：

表 4：募投项目达产情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
现有生产线产量	11	11	11	11	11	11
新建成的 5 万吨装饰原纸项目预计产量	1.5	3	5	5	5	5
预计募集资金投资项目产量	0	0.4	1	4.5	8.5	11.5
预计总产量	12.5	14.4	17	20.5	24.5	27.5

预计总销量	12.5	14.4	17	20.5	24.5	27.5
其中：预计国内销量	11.9	13.6	16	19.2	22.9	25.5
预计出口量	0.6	0.8	1	1.3	1.6	2
预计国内市场需求量	39.68	45.63	52.47	60.34	69.39	79.8
预计国内市场份额	29.99%	29.81%	30.49%	31.82%	33.00%	31.95%

资料来源：兴业证券研发中心

合理估值为 30.5 元

按照公司产能建设进度表，我们预测公司 2010-2012 年销售收入分别为 11.9 亿、13.8 亿和 18.2 亿，同比增长 21%、16%和 33%；净利润分别为 1.4 亿、1.6 亿和 2.2 亿，同比增长 16%、18%和 34%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.94 元、1.10 元和 1.47 元。

表 5: 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	988	1191	1376	1823
增长率 %	2.4%	20.6%	15.5%	32.5%
营业利润（百万元）	138	162	190	254
增长率 %	123.6%	17.8%	17.1%	34.0%
净利润（百万元）	119	138	162	216
增长率 %	82.8%	16.6%	17.0%	33.5%
最新摊薄每股收益（元）	0.81	0.94	1.10	1.47
每股净资产（元）	2.60	13.97	15.07	16.54

数据来源：兴业证券研发中心整理

我们选取中小板 5 家可比性公司进行估值比较，发现 2010 年平均 PE 为 31X，参照近期上市的中小板新股估值，我们认为可以给予公司 2010 年 30-35XPE，则对应合理股价为 28.2 元-32.9 元，价格中枢为 30.5 元。

表 6: 可比性公司估值比较

证券代码	证券简称	PE	
		2010	2011
002247.SZ	帝龙新材	48.22	35.45
002078.SZ	太阳纸业	17.48	14.75
000910.SZ	大亚科技	21.24	15.62
002354.SZ	科冕木业		36.10
002259.SZ	升达林业	35.20	22.97
平均		30.53	24.98

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	566	2049	1858	1764
货币资金	107	1500	1225	924
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	87	154	168	217
其他应收款	1	1	1	2
存货	254	232	280	382
非流动资产	342	416	682	1029
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	216	326	613	976
在建工程	48	24	12	6
油气资产	0	0	0	0
无形资产	64	52	43	33
资产总计	908	2465	2540	2794
流动负债	421	305	218	255
短期借款	308	210	100	100
应付票据	7	10	11	15
应付账款	36	45	58	72
其他	69	40	49	68
非流动负债	104	104	104	104
长期借款	100	100	100	100
其他	4	4	4	4
负债合计	525	408	322	359
股本	110	147	147	147
资本公积	126	1625	1625	1625
未分配利润	135	266	419	625
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股东权益合计	383	2057	2219	2435
负债及权益合计	908	2465	2540	2794

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	119	138	162	216
折旧和摊销	0	14	25	43
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	18	7	-8	-6
投资损失	0	-0	-0	-0
少数股东损益	0	-0	-0	-0
营运资金的变动	5	93	61	170
经营活动产生现金流量	134	65	117	83
投资活动产生现金流量	-49	-87	-291	-390
融资活动产生现金流量	26	1416	-101	6
现金净变动	111	1393	-275	-301
现金的期初余额	71	107	1500	1225
现金的期末余额	182	1500	1225	924

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	988	1191	1376	1823
营业成本	727	895	1023	1356
营业税金及附加	3	5	5	7
销售费用	40	48	69	91
管理费用	59	73	95	118
财务费用	18	7	-8	-6
资产减值损失	3	2	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	138	162	190	254
营业外收入	5	3	3	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	142	165	193	257
所得税	23	26	31	41
净利润	119	138	162	216
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	119	138	162	216
EPS (元)	0.81	0.94	1.10	1.47

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.4%	20.6%	15.5%	32.5%
营业利润增长率	123.6%	17.8%	17.1%	34.0%
净利润增长率	82.8%	16.6%	17.0%	33.5%
盈利能力(%)				
毛利率	26.4%	24.9%	25.7%	25.6%
净利率	12.0%	11.6%	11.8%	11.9%
ROE	31.0%	6.7%	7.3%	8.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	57.8%	16.6%	12.7%	12.8%
流动比率	1.34	6.73	8.53	6.92
速动比率	0.74	5.97	7.24	5.42
营运能力(次)				
资产周转率	114.9%	70.6%	55.0%	68.4%
应收帐款周转率	782.0%	990.8%	854.3%	946.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.81	0.94	1.10	1.47
每股经营现金	1.08	0.44	0.80	0.56
每股净资产	2.60	13.97	15.07	16.54
估值比率(倍)				
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。