

齐峰股份（002521）：高壁垒 稳增长

造纸包装/造纸

合理价：34—41 元

报告日期：2010 年 12 月 2 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	988	1,190	1,469	1,800
(+/-)	2.39%	20.53%	23.41%	22.49%
营业利润	138	171	231	294
(+/-)	123.62%	24.49%	34.94%	27.19%
归属于母公司 的净利润	119	148	200	255
(+/-)	82.84%	24.39%	35.62%	27.10%
每股收益（元）	0.81	1.00	1.36	1.73

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010-12-1
发行后总股本（万股）	11025
发行股数（万股）	3700
发行价格（元）	41.5
发行市盈率（倍）	53
发行动态市盈率（倍）	41.5
行业滚动市盈率（倍）	28.5
第一大股东	李学峰
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	41.67% / 31.19%
发行前每股净资产（元）	4.19
发行前资产负债率	54.87%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相造纸包装组

021-58824282-892 yecq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 3700 万股，发行后总股本为 11025 万股。公司第一大股东持股比例为 31.19%，实际控制人为李学峰。
- 公司拥有素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨原纸和平衡原纸 4 大装饰原纸系列产品、300 多个品种，主要用于纤维板、木地板和防火板。目前拥有产能 16 万吨，募投项目 11.5 万吨，生产规模居全国第二。
- 行业市场容量大。随着城镇化进程的不断加快、房地产及装饰装修产业的迅速发展、人们居住条件的改善和消费水平提高，各类高档家具、强化木地板、防火板等需求的持续增长带动了装饰原纸产业的快速成长。2003—2008 年我国装饰原纸产量年复合增长率为 20.73%。
- 行业进入壁垒较高。公司产品技术壁垒较高，且项目建设周期长达两年，经过人机磨合，从试产到量产仍需 2—3 年时间，短期内市场新增产能有限，公司可分享市场快速发展带来的机会。
- 毛利率有望进一步提升。一方面，公司凭借行业地位对上下游均有一定的议价权，公司产品在国内技术领先；相比国外产品，公司在确保质量的前提下仍有 30% 左右的价格优势；另一方面，公司产品结构将不断优化，高毛利率产品收入占比将有一定程度的提升，推动公司综合毛利率的提升。
- 募股资金投向分析。公司本次 IPO 募集资金拟建设两个项目：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，项目达成后产能将增加 72%，募投项目主要在 2013 年开始逐步贡献利润。
- 盈利预测及估值。预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 1.00、1.36 和 1.72 元，我们给予公司 2011 年 25—30 的 PE，公司股票上市后的合理价值区间应在 34—41 元之间。
- 公司面临的主要风险：1. 主要原材料大幅波动；2. 所得税优惠政策取消。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	3
2. 行业概况	4
2.1 行业产业链	4
2.2 行业市场容量巨大	5
2.3 市场壁垒较高	5
2.4 行业缺乏可替代产品	6
3. 公司盈利能力分析	6
3.1 毛利率水平逐年提高	6
3.2 营业利润率业内领先	7
4. 公司竞争优势	7
4.1 技术优势	8
4.2 规模优势	8
4.3 市场优势	8
5. 募集资金项目分析	9
6. 盈利预测与估值分析	10
6.1 盈利预测	10
6.2 估值—合理价位 34-41 元	12
7. 风险揭示	12

图表目录

图表 1 发行前后股本结构对比	3
图表 2 公司 2010 年上半年收入及毛利构成状况	4
图表 3 行业产业链	4
图表 4 我国装饰原纸产业 2003-2008 年产量、需求量情况	5
图表 5 公司近三年一期分产品毛利率	7
图表 6 近三年一期行业内公司营业利润率比较	7
图表 7 公司产品技术水平	8
图表 8 公司近三年一期各产品产销水平	9
图表 9 公司募投资金项目投向	10
图表 10 公司未来产销预测	10
图表 11 齐峰股份盈利预测（单位：万元）	11

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

齐峰股份是由山东齐峰集团有限公司以2007年7月31日整体变更设立的，注册资本5,000万元。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。

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。

1.2 公司股本结构

本次拟发行3,700万股，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。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%。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 1 发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	所持股份：万股	持股比例：%	所持股份：万股	持股比例：%
李学峰	4,592.66	41.67	4,592.66	31.19
巴森经贸	1,652.77	14.99	1,652.77	11.2
留余经贸	1,061.49	9.64	1,061.49	7.21
福源投资	612.5	5.56	612.5	4.16
上海天亿	525	4.76	525	3.57
鼎鸿创投	525	4.76	525	3.57
周淑玲	350	3.17	350	2.38
深圳创投	262.5	2.38	262.5	1.78
其他	1,443.08	13.7	1443.08	9.79
社会公众股	-	-	3,700	25.13
合计	11,025	100	14,725	100

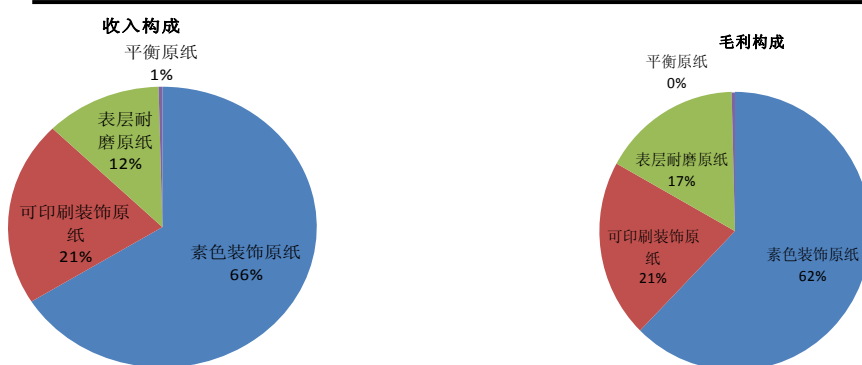
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司是我国装饰原纸行业少数掌握高档装饰原纸核心技术的龙头企业，主要从事高档装饰原纸研发、生产和销售。装饰原纸是一种工业特种用纸，主要用于纤维板、刨花板等多种人造板的饰面，是一种“以纸代塑、以纸代木”的优良环保材料。装饰原纸与各种板材配套加工成各种装饰材料，广泛应用于酒店、商场、写字楼、各类娱乐文化场所、大型场馆等中高档建筑装饰装修、家居装饰装修。

公司产品包括素色装饰原纸、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。其中，素色装饰原纸是公司收入及毛利的主要来源，是用于人造板贴面的各种单一颜色的装饰原纸，必须耐高温、高压，具有较高的技术含量。该产品不用印刷，经三聚氰胺树脂浸渍后，可用于制作中密度纤维板、刨花板等多种人造板的饰面层纸，其色彩鲜艳亮丽，层次感突出，不用二次刷漆。用它制作的板材不翘曲、不开裂、易清洁、绿色环保，具有实木不可比拟的优越性。

图表 2 公司 2010 年上半年收入及毛利构成状况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

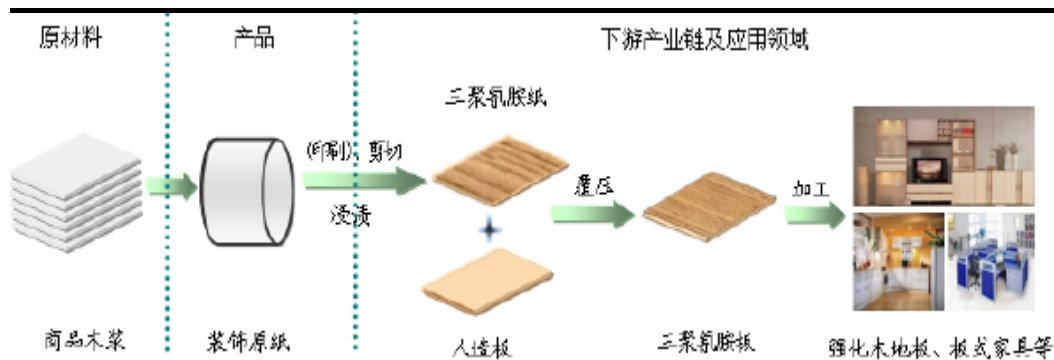
2. 行业概况

2.1 行业产业链

装饰原纸是一种以商品木浆和无机填料为主要原料经特殊工艺加工而成的工业特种用纸，经印刷、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、饰面用纸和底层用纸，因此，在人造板行业装饰原纸经浸胶后被称为三聚氰胺纸或浸渍胶膜纸。

装饰原纸可印刷成各种精美的木纹和艺术图案，花色品种多、素面美观、色泽鲜艳亮丽、层次感突出，后经浸胶、贴面的人造板制作成的各种装饰材料，如家具、强化木地板和防火板，具有隔热、阻燃、不翘曲、不开裂、易清洁、造价低、绿色环保等优良特性，因此，广泛应用于酒店、商场、写字楼、各类娱乐文化场所、大型场馆等中高档建筑装饰装修、家居装饰装修以及运输工具的内部装饰，是一种“以纸代塑、以纸代木”的优良环保材料。

图表 3 行业产业链



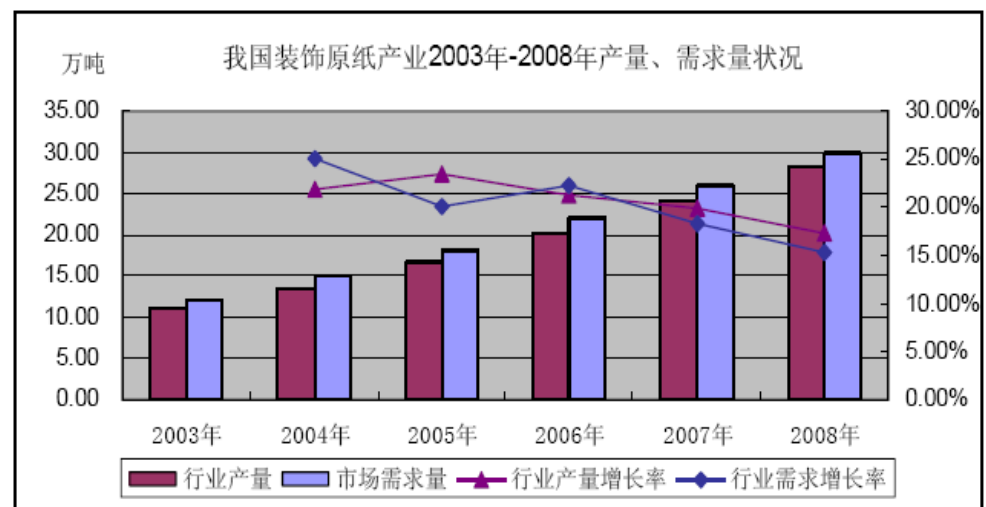


资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

2.2 行业市场容量巨大

近年来，随着城镇化进程的不断加快、房地产及装饰装修产业的迅速发展、人们居住条件的改善和消费水平提高，各类高档家具、强化木地板、防火板等需求的持续增长带动了装饰原纸产业的快速成长。2003 年我国装饰原纸年产量约为 11 万吨，到 2008 年我国装饰原纸产量已达 28.3 万吨，年复合增长率为 20.73%，约占全球装饰原纸产量的 1/3。

图表 4 我国装饰原纸产业 2003-2008 年产量、需求量情况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

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，未来十年我国的装饰原纸业将存在巨大的增长潜力，将保持不低于 15% 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。

2.3 市场壁垒较高

2.3.1 技术和工艺水平要求较高

从事装饰原纸的生产需要设备调试、工艺研发、工艺设计、自动化控制、现场配色等多种特殊的专业人才，长期实践对专业人才的成长非常重要，而且某些岗位的人员还需要具备某方面的特殊专长。装饰原纸进入我国仅有 20 多年的历史，国内掌握核心技术、技艺熟练的专业人才十分缺乏，这些人才主要集中于少数设备先进、规模较大的龙头企业。

2.3.2 资金投资额较高

装饰原纸的生产需要经过较长时间的设备调试、工艺改进，需要配备各种专业人才，因此，从试车到达到设计生产能力需要 2-3 年的时间，而开发新产品并实现批量生产还需要更长的时间。生产中高档装饰原纸对纸机设备的要求较高，一般需投入大量资金购入先进设备，众多中小企业难以承受，这就形成了装饰原纸行业较高的进入壁垒。因此，当企业开发出新的高档次产品，获取较高盈利时，其他竞争者要获取同



样的优势需要较长时间，这给行业中率先生产高档新产品的企业提供了较长时间获利机会。

2.3.3 产品品质要求高

装饰原纸行业下游强化木地板、家具以及防火板生产商的产品属于终端消费品，这些厂商十分注重产品质量和品牌的维护，面对国内装饰原纸行业企业产品品质差别巨大的现状，强化木地板、家具和防火板大型生产商往往选择有实力、规模大的装饰原纸生产企业作为合作伙伴。因此，中高档装饰原纸行业客户对产品品质的要求形成了对行业新进入者的障碍。

2.4 行业缺乏可替代产品

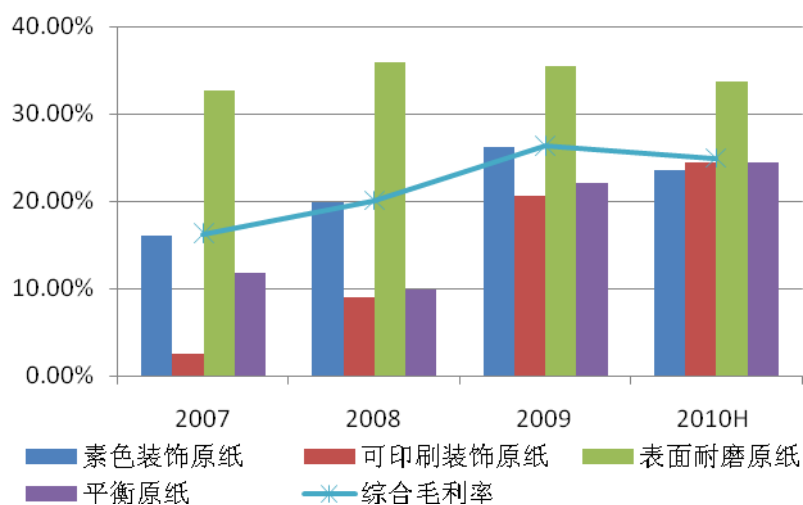
目前，用于人造板贴面的材料主要有薄木、宝丽纸、预油漆纸、装饰原纸等。其中，薄木贴面以名贵原木为原材料，成本较高，资源有限，且图案仅限于圆木花纹；宝丽纸通常使用油性油墨印刷，且贴面时需使用胶粘剂，有的还需要油漆涂装处理，因此不符合环保的要求；油漆纸的原料、生产工艺与装饰原纸相近，但产品耐磨度较差；装饰原纸经过无毒水溶性油墨印刷，覆压于人造板过程中不使用胶粘剂和油漆，环保性能好，木纹纹理逼真，图案丰富，因此，广泛应用于家具、地板的生产。目前尚无成熟、有效的替代产品出现。

3. 公司盈利能力分析

3.1 毛利率水平逐年提高

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；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；公司实行“按利润考核、班组经营、岗位重组、流程再造、划小核算单位”，使考核纵向到底、横向到边。根据历史数据下浮 2%作为计划考核目标，实行计划原材物料、水、电、汽、维修费等成本控制，另加工资、固定费用定额，按利润考核。由于层层落实考核责任制和考核办法，使每个工序、每个员工都有考核指标和实施细则，由于公司加强了考核力度，落实了考核办法，及时对职工加强了培训，提高了技术操作水平，充分挖掘潜能和节能降耗，提高了产品质量和产量，使各种原材物料都有不同程度的下降，平均每个月节约各种原材物料 230 万元，使公司的生产成本下降。

图表 5 公司近三年一期分产品毛利率

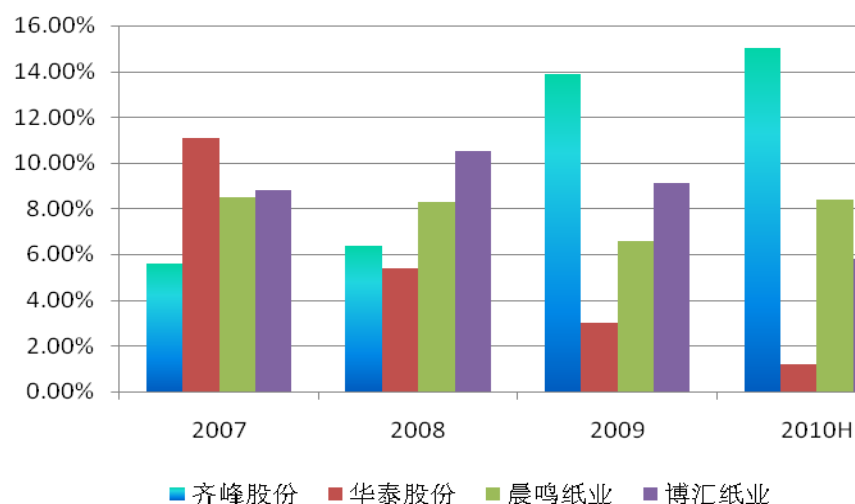


资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

3.2 营业利润率业内领先

近年来公司凭借自己在行业的地位，对下游有较强的议价权，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，维持了较高的毛利率水平，同时公司不断扩充产能提升规模经济效应；另外，公司是全国二氧化钛的最大采购商，对上游原材料也具有较强的议价能力，同时公司不断调整产品结构，目前正在压缩毛利率较低的平衡原纸产能，对现有生产线进行改造升级。公司较强的经营管理能力使其获得了同行业较高的营业利润率水平。

图表 6 近三年一期行业内公司营业利润率比较



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

4. 公司竞争优势

公司自设立以来，专注于主营业务，凭借自身优势，产销量已处于国内同行业领先水平。与装饰原纸行业其他企业相比，公司在技术、规模、环保、质量与品牌、市

场等方面具有较为突出的竞争优势。

4.1 技术优势

公司是目前我国装饰原纸行业少数掌握高档装饰原纸生产技术的大型企业，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、国内唯一的装饰原纸院士工作站，技术力量雄厚。

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。公司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，产品已达到国际先进水平，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。公司被国家发改委和全国人造板标准化技术委员会指定为我国装饰原纸行业标准的主要起草单位。

图表 7 公司产品技术水平

产品类别	所处阶段	技术水平	知识产权情况
素色装饰原纸	批量生产	国内先进	自主研发
可印刷装饰原纸	批量生产	国内先进	自主研发
平衡原纸	批量生产	国内先进	自主研发
表层耐磨原纸	批量生产	国内领先	自主研发

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

4.2 规模优势

装饰原纸行业属于资金密集型产业，门槛较高。装饰原纸企业需要大量的资金投入，引进国内外先进的关键设备，经过长时间的试车才能投产运营。公司在我国装饰原纸领域已经有多年的发展历史，依靠科技进步、技术创新，不断研发新产品，生产规模迅速发展壮大，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。

公司规模上的优势大大提高了公司抵御风险的能力：首先，规模化能带来突出的质量效应。装饰原纸企业在达到一定规模后能同时安排多种规格、花色品种大订单的连续生产，可有效控制同一批次产品的色差和降低成本；其次，公司在原材料采购中具有一定的议价能力，相对有利于控制和降低生产成本；第三，公司在大力开发新产品、新技术的同时，还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；第四，公司研发、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；第五，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。

4.3 市场优势

经过多年的快速发展，公司在产品研发、生产组织、工艺技术、质量控制等方面表现突出，已与国内外众多知名企业，如美国富美家、圣象集团、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，形成了自己稳定的客户群，在国内装饰原纸行业形成了较高知名度和良好的信誉度。

同时经过不断的努力与发展，公司逐步建立了营销网络，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。通过采取直销为主的策略，公司对终端市场有较强的掌控能力，已与众多的客户结成了长期的战略合作伙伴关系。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、韩国等近三十个国家和地区。

5. 募集资金项目分析

近年来，随着城镇化进程的不断推进、居民居住条件和消费水平的不断提高、住宅及公共建筑装饰装修行业的快速发展，防火板、强化木地板、高档板式家具需求旺盛，从而拉动了对装饰原纸的快速发展。为了满足不断增长市场需求，公司于 2006 年投资新建了年产 3 万吨装饰原纸生产线。经过近两年的调试，2008 年产量达 2.1 万吨，使 2008 年公司素色装饰原纸、可印刷装饰原纸和平衡原纸总产量达 8.2 万吨。2009 年装饰原纸总产量（不包含表层耐磨原纸）9.1 万吨，生产能力已经接近饱和，2010 年 5 月年产 5 万吨装饰原纸生产线试车成功并正式投产，预计年内可增加 1.5 万吨的产量。目前公司产品依旧产销两旺，仍不能满足客户需求。因此，公司急需扩大产能以满足持续快速增长的市场需要，巩固自身的市场竞争地位。

图表 8 公司近三年一期各产品产销水平

年度	项目	素色装饰原纸	可印刷装饰原纸	表面耐磨原纸	平衡原纸	合计
2007	产量(吨)	58,234.88	12,458.60	8,013.69	1,874.78	80,581.95
	销量(吨)	59,360.90	12,757.17	7,233.37	1,798.29	81,149.73
	产销率	101.93%	102.40%	90.26%	95.92%	100.70%
2008	产量(吨)	65,591.22	14,567.87	9,254.94	1,918.87	91,332.90
	销量(吨)	63,766.34	16,598.21	8,610.66	1,744.34	90,719.55
	产销率	97.22%	113.94%	93.04%	90.90%	99.33%
2009	产量(吨)	69,367.32	20,445.23	9,944.73	1,311.71	101,068.99
	销量(吨)	68,999.12	20,028.31	9,932.14	1,481.93	100,441.50
	产销率	99.47%	97.96%	99.87%	112.98%	99.38%
2010H	产量(吨)	43,780.41	15,397.47	5,720.29	215.59	65,113.76
	销量(吨)	43,148.80	15,458.20	5,903.30	346.59	64,856.88
	产销率	98.56%	100.39%	103.20%	160.76%	99.61%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

本次 IPO 募集资金拟建设两个项目：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。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%。

图表 9 公司募投资金项目投向

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	-

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

据预测，到 2015 年国内装饰原纸的年需求量将达到 70 万吨，供不应求的状况依然凸显，而装饰原纸行业在技术和资金方面拥有较高的壁垒，再加上新建生产线需要较长时间的设备调试、工艺改进和人机磨合，项目建设期一般为 2 年，从加成试产到完全达成通常需要 2-3 年的时间，股短期内行业产能的增长会受到限制。我们认为公司 2010 年 5 月新增的产能以及募投项目在未来 5 年内将逐步释放。

图表 10 公司未来产销预测

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
现有生产线产量	11	11	11	11	11	11
新建成 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：招股说明书 天相投资顾问有限公司

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

收入预测：公司 2011 年和 2010 年的收入增长主要依赖于两个方面：1) 公司 2010 年 5 月投产的 5 万吨的产能将在未来两年逐步释放，预计 2011 年释放 3 万吨，2012 年释放 5 万吨；2) 自金融危机依赖，原材料大幅下降，产品价格平均也有 7% 左右的降幅，而自 2010 年以来主要原材料木浆和二氧化钛价格已明显上升，由于公司在 2009 年初原材料价格处于相对历史地位时进行了大量原材料储备，为占领市场份额，公司并为随原材料价格上涨进行相应的提价，预计 2011 年和 2012 年产品价格与原材料同步提升的可能性较大，我们处于预计价格上涨在 10% 左右。综合以上判断我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 11.9 亿元、14.7 亿元和 18 亿元。

毛利率预测：公司当下正在压缩毛利率较低的平衡原纸产能，同时对现有生产线

进行改造升级,产品结构有望进一步优化;产能的不断扩充也将提升公司的规模经济,分产品看,预计素色可装饰原纸 2011 年价格上升的幅度将超过成本,毛利率略有上升;可印刷装饰原纸将受益于 5 万吨新增产能的逐步释放,表层耐磨原纸收入占比也将随募投的 1.5 万吨耐磨纸产能的释放不断提高,预计 2011 年和 2012 年将分别累计释放 0.4 和 1 万吨。综合以上判断,我们预计公司 2010-2012 年综合毛利率分别为: 25.01%、25.96%和 26.36%

期间费用率: 公司 2010 年上半年产品供不应求,上门提货的客户明显增多,销售费用率仅为 2.8%,我们预计随着公司产品销售半径的扩大,销售费用略有增加;管理费用率方面,随着公司产能不断的释放,规模经济逐步显现,未来两年略有降低;财务费用率方面,受益于上市募集资金,未来两年财务费用将显著减少。综合以上判断,我们预计公司 2010-2012 年期间费用率分别为 10.1%、9.7%和 9.5%。

综合上述分析,我们预计公司 2010-2012 年实现净利润 1.48 亿元、2.03 亿元和 2.46 亿元,同比增长 24.39%、35.62%和 27.1%;按照发行 3700 万股计算,总股本扩大至 14725 万股,全面摊薄后 2010—2012 年每股收益分别为 1.00 元、1.36 元和 1.73 元。

图表 11 齐峰股份盈利预测 (单位: 万元)

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	96,464	98,772	119,049	146,914	179,951
增长率	7.01%	2.39%	20.53%	23.41%	22.49%
减: 营业成本	77,087	72,708	89,270	108,775	132,509
综合毛利率	20.09%	26.39%	25.01%	25.96%	26.36%
营业税金及附加	427	334	238	294	360
销售费用	3,454	4,019	4,167	5,436	6,658
管理费用	5,360	5,867	6,905	8,374	9,897
财务费用	3,918	1,764	952	441	540
期间费用率	13.20%	11.79%	10.10%	9.70%	9.50%
资产减值损失	71	315	381	470	576
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0	0
营业利润	6,156	13,766	17,137	23,124	29,411
增长率	22.85%	123.62%	24.49%	34.94%	27.19%
加: 营业外收入	186	467	476	588	720
减: 营业外支出	48	75	238	147	180
利润总额	6,294	14,158	17,375	23,565	29,951
减: 所得税费用	(189)	2,285	2,606	3,535	4,493
净利润	6,483	11,873	14,769	20,030	25,458
归属母公司所有者的净利润	6,494	11,873	14,769	20,030	25,458
增长率	82.29%	82.84%	24.39%	35.62%	27.10%
少数股东损益	(10)	0	0	0	0
每股收益	0.44	0.81	1.00	1.36	1.73

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司



6.2 估值—合理价位 34—41 元

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 1.00 元、1.36 元、1.73 元，募投项目的影响主要体现在 2012 年之后。我们考虑到公司所属行业为特种纸行业，目前及未来几年行业将处于供不应求的状态，公司产品价格相比进口产品仍有 25%-30% 的空间，预计中长期业绩增长可维持 30% 左右的增速。

目前整个造纸包装板块一年内滚动 PE 为 28.5 倍，权重较大的为传统造纸板块，成长空间相对较小，而公司募投项目将于 2013 年贡献利润，后续成长空间依然十分广阔，我们综合考虑行业估值以及中小板的估值水平，给予公司 2011 年 25—30 倍市盈率，对应合理价格区间为 34—41 元。

7. 风险揭示

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。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040