

齐峰股份(002521)

装饰原纸龙头，发展空间较大

研究员：肖群
执业证书编号：S0570210030006
电话：025-83290920
E-mail：shawqun@hotmail.com
地址：南京市中山东路90号

发行基本资料

造纸 II	
发行股数(万)	3700
发行后总股本(万)	14725
发行方式	IPO
发行日期	2010.12.1
保荐机构	光大证券

发行前财务数据(2009)

每股收益(元)	0.81
每股净资产(元)	2.6
总资产(百万元)	908.04
资产负债率(%)	57.83
净资产收益率(%)	31
每股经营性现金流(元)	1.08

上市首日预测价格区间：**43.6-47.7**

投资要点：

- 山东齐峰特种纸业股份有限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，目前公司拥有 11 条纸机生产线，年产各类装饰原纸 16 万吨生产能力，连续三年国内第一。
- 公司主营收入主要来自表层耐磨原纸、素色装饰原纸、可印刷装饰原纸等高档装饰原纸，而平衡原纸的产量很小，随着装饰原纸行业的快速增长，公司筹措资金分别在 2006、2007 年、2009 年新上了 3 条纸机生产线，2010 年随着年产 5 万吨的生产线正式投产，公司设计生产能力由 2006 年初的 7.4 万吨提升至目前的 16 万吨。公司与一大批优质企业建立了长期合作关系，保证了公司主营收入稳定增长。
- 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。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%，占全球装饰原纸产量的 1/3。
- 本次募集资金拟投向两个项目：年产 15000 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。项目投产后，公司总产能增幅为 71.9%。
- 预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1、1.19、1.4 元（摊薄后），由于这一行业集中度较高，因此公司产品议价能力较强，公司作为装饰原纸龙头企业能够充分享受到这一行业较高的景气度，考虑到目前中小板上市首日涨幅，我们认为公司上市首日价格区间为 43.6-47.7 元。

主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	9.88	12.33	14.35	16.92
收入增长率(%)	2.39	24.8	16.4	17.9
净利润(百万)	118.73	146.87	175.07	206.76
净利润增长率(%)	82.84	23.7	19.2	18.1
EPS(元)(摊薄后)	0.81	1.00	1.19	1.40

一、公司是装饰原纸龙头企业

山东齐峰特种纸业股份有限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，目前公司拥有 11 条纸机生产线，年产各类装饰原纸 16 万吨生产能力，连续三年国内第一。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，装饰原纸的发展促进了人造板材广泛替代原木，有效节约了宝贵的森林资源，符合生态环境保护的趋势和可持续发展的产业政策。

公司主营收入主要来自表层耐磨原纸、素色装饰原纸、可印刷装饰原纸等高档装饰原纸，而平衡原纸的产量很小，随着装饰原纸行业的快速增长，公司筹措资金分别在 2006、2007 年、2009 年新上了 3 条纸机生产线，2010 年 5 月，随着年产 5 万吨的 2640 纸机生产线生产出合格产品并正式投产，公司设计生产能力由 2006 年初的 7.4 万吨提升至目前的 16 万吨。自 2000 年以来，公司与美国富美家、美国威盛亚、圣象集团、全友家私、吉象木业、升达地板、掌上明珠等一大批优质企业建立了长期合作关系，保证了公司主营收入稳定增长。

表 1：公司主营业务收入分布情况（单位：万元）

项 目	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
表层耐磨原纸	7704.32	12.22%	12872.28	17.32%	12095.53	12.54%
素色装饰原纸	41636.55	66.06%	67540.86	68.42%	68426.37	70.96%
可印刷装饰原纸	13416.88	21.29%	17094.88	13.04%	14427.49	14.96%
平衡原纸	267.52	0.42%	1209.64	1.22%	1461.91	1.52%
其他					15.65	0.02%
合计	63,025.26	100.00%	98,717.66	100.00%	96,426.95	100.00%

资料来源：公司招股说明书

2007 年度至 2009 年度，公司综合毛利率逐年上升，09 年度增加的主要原因是公司抓住金融危机引起的原材料跌价机遇，在原料价格低位期间，进行了大量储备，节省了生产成本。而 10 年上半年由于受原材料价格上涨的原因毛利率同比小幅下降。

表 2：公司主营产品毛利率及毛利增幅

项 目	2010 年 1-6 月		2009		2008		2007
	毛利率	变动率	毛利率	变动率	毛利率	变动率	毛利率
表层耐磨原纸	33.65%	-1.86%	35.51%	-0.38%	35.89%	3.18%	32.71%
素色装饰原纸	23.48%	-2.73%	26.21%	6.36%	19.85%	3.80%	16.05%
可印刷装饰原纸	24.36%	3.81%	20.55%	11.57%	8.98%	6.51%	2.48%
平衡原纸	24.43%	2.33%	22.10%	12.26%	9.84%	-1.87%	11.71%
综合毛利率	24.92%	-1.47%	26.39%	6.30%	20.09%	3.81%	16.28%

资料来源：公司招股说明书

二、装饰原纸未来发展空间巨大

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 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。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。

三、募投项目增强公司核心竞争力

本次募集资金拟投向两个项目：年产 15000 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。

表 3：公司 IPO 募投项目分析

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	建设期
1	年产 15000 吨高清晰度耐磨纸项目	15,970.28	18 个月
	年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸	49,201.70	24 个月
2	清洁生产示范项目		
	合计	65,171.98	

资料来源：公司招股说明书

“年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目”的产品是高清晰度耐磨纸，此项目采用本公司自主开发的“表层耐磨纸”核心专利技术，其技术居国内领先地位。“年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目”主要产品为素色装饰原纸、可印刷装饰原纸。项目投产后，公司素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、平衡原纸的产能将达到 249000 吨，表层耐磨原纸的产能将达到 26000 吨，总产能增幅为 71.9%。募集资金项目的实施，将迅速扩大公司现有产品的产能和经营规模，进一步优化公司产品结构，提升产品档次，满足市场需求，巩固行业地位，全面增强公司的核心竞争力。

表 4：公司新增产能消化情况（单位：万吨）

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：公司招股说明书

四、盈利预测与投资建议

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1、1.19、1.4 元（摊薄后），公司发行价格 41.5 元对应 10 年 PE 水平为 41，由于这一行业集中度较高，因此公司产品议价能力较强，公司作为装饰原纸龙头企业能够充分享受到这一行业较高的景气度，考虑到目前中小板上市首日涨幅，我们认为公司上市首日价格区间为 43.6-47.7 元。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。