

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

高档装饰原纸行业翘楚.....	5
装饰原纸：未来需求较快增长，供给仍有缺口	8
装饰原纸未来需求较快增长，市场容量不断扩大	8
装饰原纸需求终端：家具增速较快	11
装饰原纸供给：产品生产属性决定供给缓慢释放	12
装饰原纸供需判断：目前仍有供给缺口，未来趋于平衡	13
公司竞争优势	14
技术领先	14
产品一流	15
盈利能力突出	16
专业化营销队伍打造渠道	21
节能环保标兵	22
公司财务分析	23
盈利能力	23
偿债能力	25
营运能力	26
募投项目助力，再造一个齐峰	27
盈利预测与估值	28
风险提示	30

图表目录

图 1: 公司目前产量约占全国总产量的 30%.....	5
图 2: 2007—2010H 公司营业收入情况.....	6
图 3: 2007—2010H 公司净利润情况.....	6
图 4: 发行前股权结构.....	7
图 5: 发行前股权结构.....	7
图 6: 装饰原纸下游产业链.....	8
图 7: 我国城镇化率相对较低.....	9
图 8: 我国城镇人口将不断增加.....	9
图 9: 我国人均可支配收入将不断提高.....	9
图 10: 我国居住消费性支出将不断提高.....	9
图 11: 我国房地产新开工面积逐年增加.....	10
图 12: 我国住宅精装修比例远低于发达国家.....	10
图 13: 第二次生育高峰出生的人群将逐步进入适婚年龄.....	10
图 14: 我国星级酒店增长较快.....	11
图 15: 公共建筑装饰行业增长较快.....	11
图 16: 装饰原纸的需求终端.....	12
图 17: 我国人造板产量增长较快.....	12
图 18: 家具增速较快.....	12
图 19: 复合木地板增速平缓.....	12
图 20: 我国装饰原纸行业供需情况.....	14
图 21: 公司近年研发费用占营业收入的比例.....	15
图 22: 公司未来主要发展高毛利率产品.....	16
图 23: 公司将继续优化产品结构.....	16
图 22: 公司综合毛利率大幅超越传统造纸企业.....	17
图 23: 公司净利润在 08 和 09 年增速均超过 80%.....	18
图 24: 公司综合毛利率超越周期逐步提高.....	18
图 25: 我国钛白粉行业产能过剩.....	18
图 26: 公司为国内钛白粉主要消耗企业.....	18
图 27: 公司产品生产成本主要为木浆和钛白粉.....	19
图 28: 09 年木浆价格大幅回落.....	19
图 29: 09 年钛白粉价格大幅回落.....	19
图 30: 博汇社会卡价格变化.....	20
图 31: 最近三年一期净利润.....	23
图 32: 最近三年一期 EBITDA.....	23
图 33: 最近三年一期分产品毛利率.....	24
图 34: 最近三年一期综合毛利率.....	24
图 35: 最近三年一期 EPS.....	24
图 36: 最近三年一期公司每股经营活动现金流量.....	24
图 37: 最近三年一期 ROE.....	25
图 38: 最近三年一期流动比率.....	25
图 39: 最近三年一期速动比率.....	25

图 40: 最近三年一期资产负债率.....	26
图 41: 最近三年一期利息保障倍数.....	26
图 42: 最近三年一期净利润.....	26
图 43: 最近三年一期 EBITDA.....	26
表 1: 公司产能规模行业第一.....	5
表 2: 公司是行业标准制定者, 综合实力行业第一.....	6
表 3: 装饰原纸主要生产企业.....	12
表 4: 装饰原纸质量要求更高, 产能逐渐释放.....	13
表 5: 未来 2—3 年装饰原纸部分新增产能.....	13
表 6: 公司目前正在研发的部分新产品.....	15
表 7: 公司主要产品平均价格.....	16
表 8: 装饰原纸生产企业进入壁垒高于传统造纸企业.....	17
表 9: 木浆和钛白粉价格大幅下降情况下公司产品价格的变化.....	20
表 10: 白卡纸在木浆价格大幅下降情况下的反应 (以博汇纸业的白卡纸为例) ...	21
表 11: 公司部分客户.....	22
表 12: 中央电视台以节能减排典型报道公司.....	23
表 13: 目前公司产能利用率已达饱和状态.....	27
表 14: 本次募集资金项目.....	27
表 15: 本次募集资金项目产能释放计划 (单位: 万吨).....	28
表 16: 按产品拆分收入.....	29
表 17: 可比上市公司估值水平.....	29
表 18: 盈利预测.....	30

高档装饰原纸行业翘楚

山东齐峰特种纸业股份有限公司是我国掌握装饰原纸核心技术和有能力制造高档装饰原纸的龙头企业。目前公司拥有 11 条国际一流水平的装饰原纸生产线，年生产能力 16 万吨，主导产品为素色装饰原纸、可印刷装饰原纸、表层耐磨纸、平衡原纸等四大系列 300 多个花色品种。根据国家统计局相关数据显示，公司生产的装饰原纸销售额在 2007、2008、2009 年连续三年排名国内第一。同时公司产品也远销美国、英国、加拿大、西班牙等 30 多个国家和地区，产量在世界装饰原纸企业排名第二。

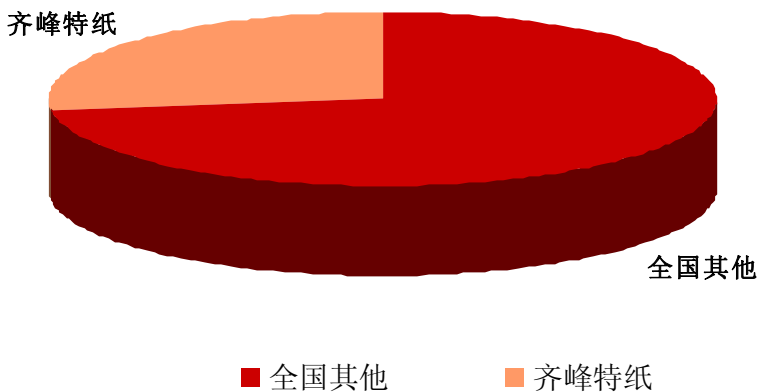
表1：公司产能规模行业第一

序号	企业名称	产能（万吨）	备注
1	山东齐峰特种纸业股份有限公司	16	品种较为齐全
2	山东鲁南纸业集团有限公司	6	品种较为齐全
3	浙江夏王纸业业有限公司	3	主要为可印刷原纸
4	杭州华锦特种纸有限公司	3	主要为可印刷原纸

资料来源：中国包装协会、招股说明书

注：齐峰特纸 2010 年 5 月新建成一条设计产能 5 万吨的生产线，今年实际产量约 0.5 万吨，估计到 2012 年才能全部达产。

图 1：公司目前产量约占全国总产量的 30%



资料来源：中国造纸协会 招股说明书 华泰联合证券研究所

行业龙头：我国装饰原纸行业标准的
主要起草单位

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，是科技部认定的国家新材料产业化基地骨干企业，拥有国内唯一的装饰原纸院士工作站。

表2：公司是行业标准制定者，综合实力行业第一

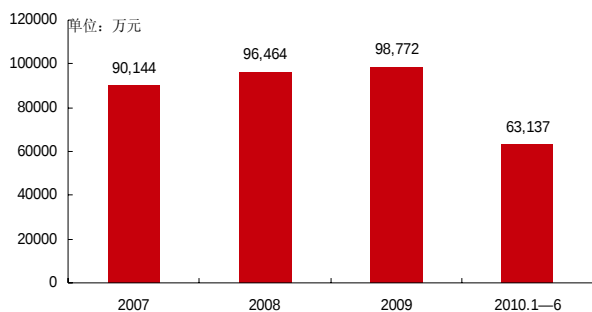
时间	相关部门	荣誉或事件
2007	国家发改委	被指定为我国装饰原纸行业标准的主要起草单位
2007	国家林业局	被指定为《人造板饰面专用纸》的主要起草单位，主要负责其中装饰原纸行业标准的起草工作
2004	科技部	国家火炬计划项目、国家新材料产业化基地骨干企业
2008	全国工商联	中华蔡伦奖十大杰出企业
07-08	《福布斯》	中国最具发展潜力百强企业
2010	国家工商总局	中国驰名商标
07-09	国家统计局	全国同行业销量和销售额第一名
2009	山东省	山东造纸行业十强企业
2009		国内唯一的装饰原纸院士工作站

资料来源：公司网站、招股说明书

未来新增产能将再造一个齐峰

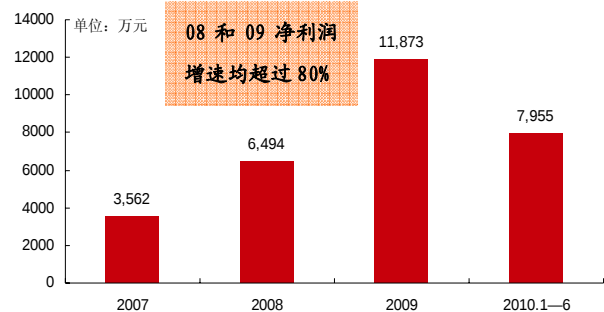
公司在 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1—6 月营业收入分别为 9.01 亿元、9.65 亿元、9.88 亿元和 6.31 亿元，净利润分别为 3562 万元、6494 万元、11873 万元和 7955 万元。在金融危机中，由于下游需求仍能保持和原材料成本迅速下降，公司综合毛利率提升较多，08 年和 09 年净利润增速均超过 80%。公司今年 5 月投产的 5 万吨装饰原纸生产线将在明年开始释放产能，两个募投项目也陆续开建，新增产能将再造一个齐峰，公司即将迎来产能拐点，加上公司产品需求旺盛，我们可以期待公司在未来几年收入和净利润保持较快增长。

图 2：2007—2010H 公司营业收入情况



资料来源：招股说明书

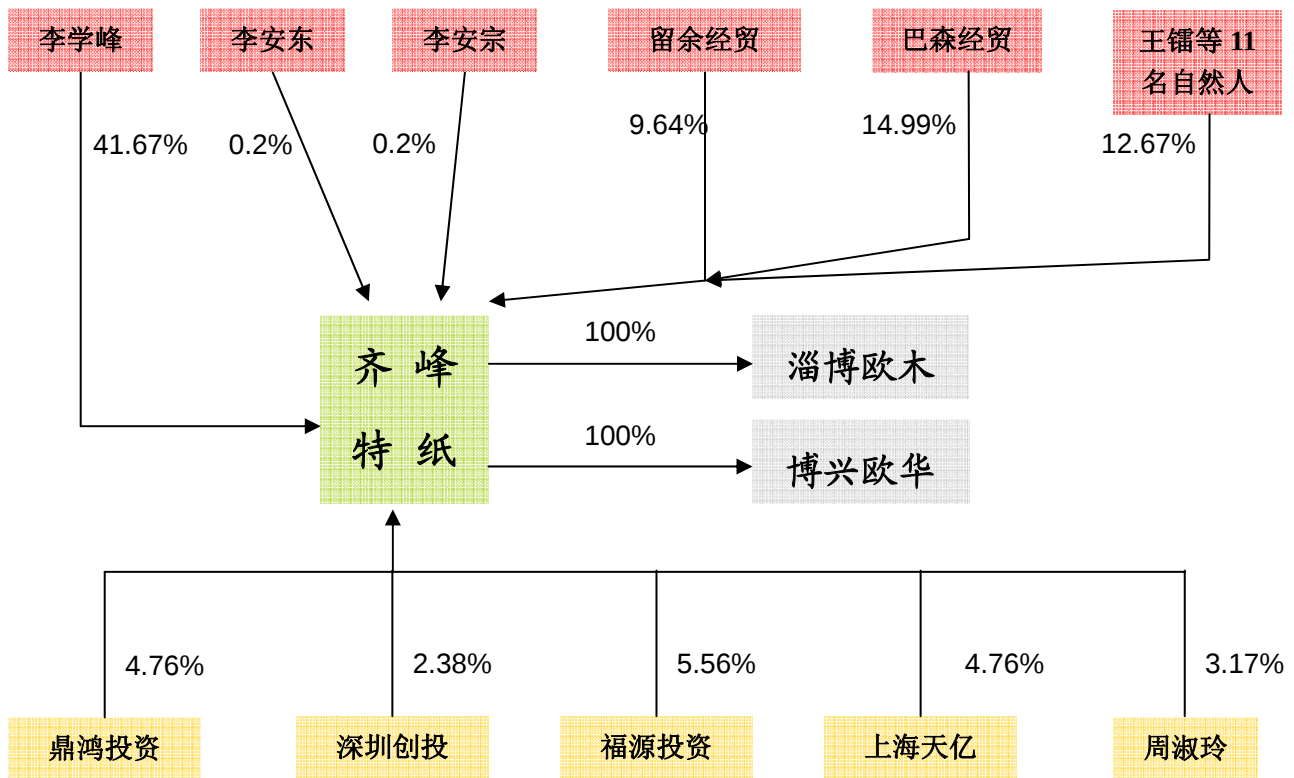
图 3：2007—2010H 公司净利润情况



资料来源：招股说明书

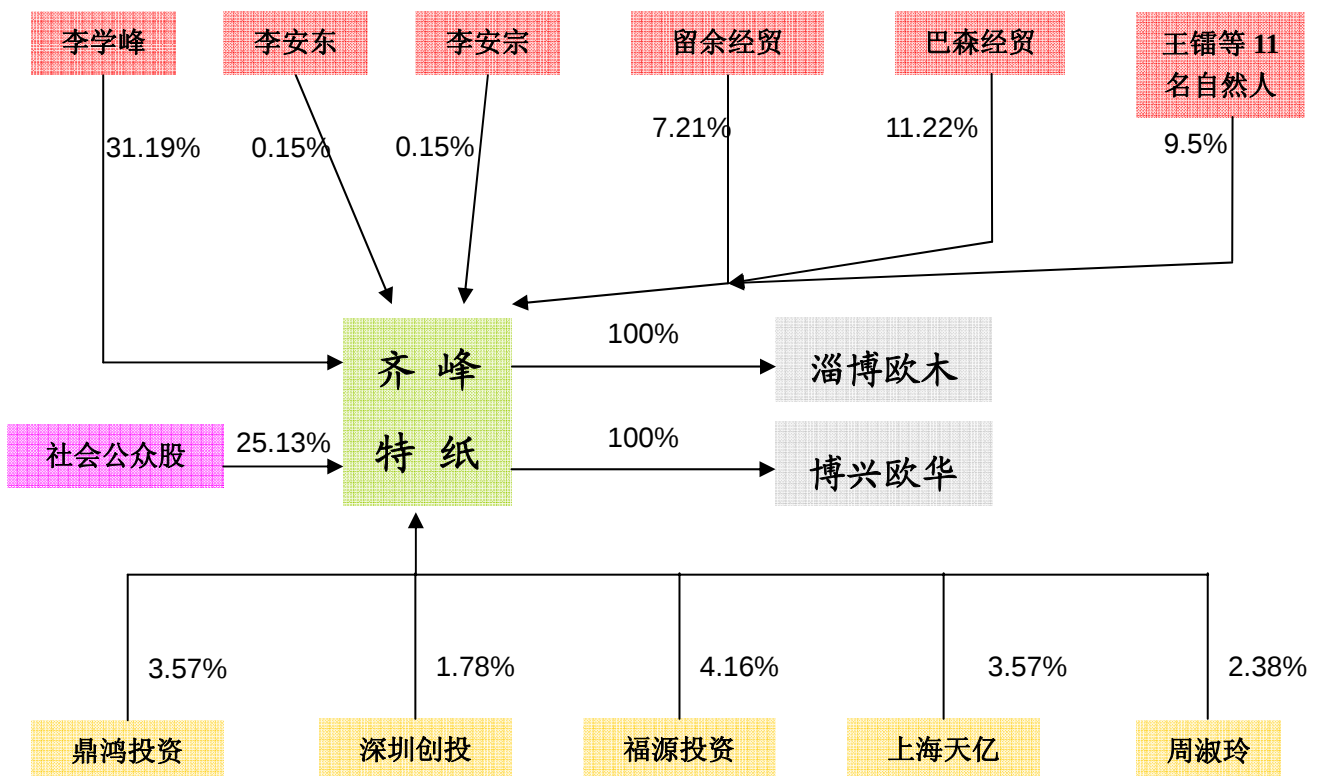
公司的实际控制人是董事长李学峰，持股比例占公司总股本的 42.07%（李学峰长子李安东和次子李安宗分别持股 0.2%），本次发行后，李学峰父子三人持股比例为 31.49%。

图 4: 发行前股权结构



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 5: 发行前股权结构



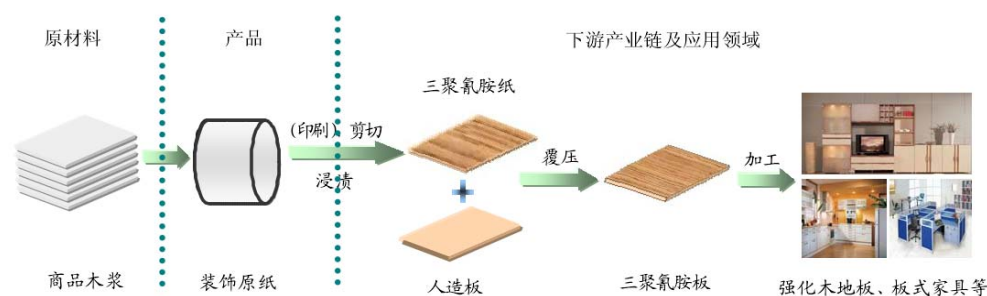
资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

装饰原纸：未来需求较快增长，供给仍有缺口

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。

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，被广泛应用于酒店、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。我国作为木材资源相对短缺的国家，装饰原纸是一种“以纸代塑、以纸代木”的优良环保材料。

图 6：装饰原纸下游产业链



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

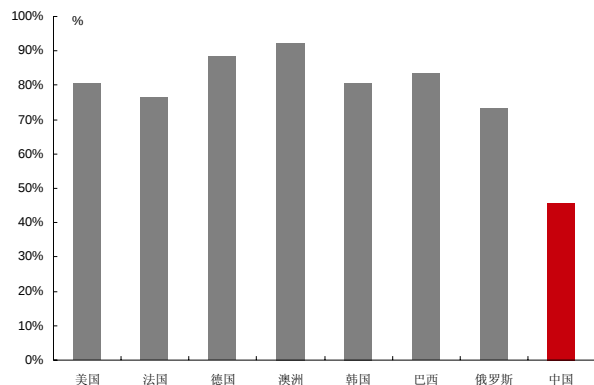
装饰原纸未来需求较快增长，市场容量不断扩大

在我国，装饰原纸是一个新兴的特种纸行业，上世纪八十年代末随着人造板贴面应用技术进入中国。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使装饰装修行业进入了“黄金发展期”，同时也带动了装饰原纸产业的快速成长。

我国城镇化率在未来将不断提升

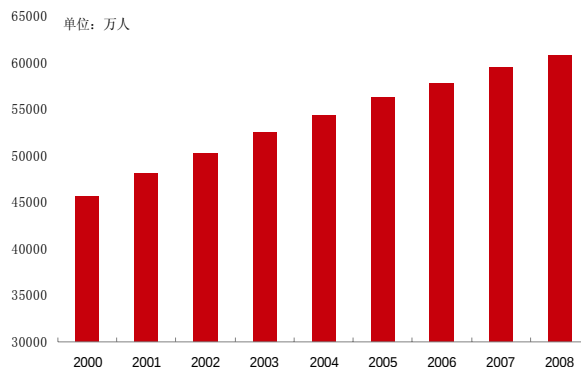
我国目前城镇化率还不到 50%，与其他国家相比还有较大的空间，未来城镇化率不断提高将是长期趋势。在此过程中，建筑装饰装修需求也将持续提高，由于人口基数效应，从而拉动装饰原纸需求的快速增长。

图 7：我国城镇化率相对较低



资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

图 8：我国城镇人口将不断增加

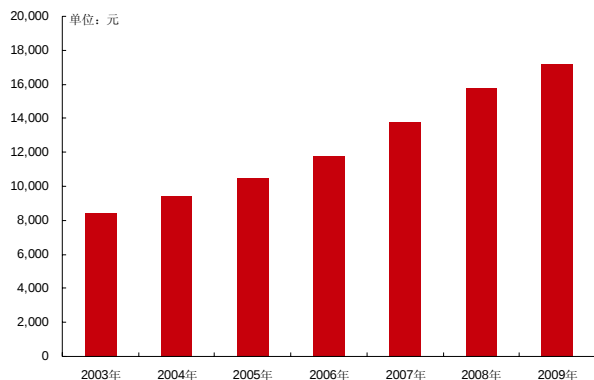


资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

住宅装饰装修行业：风光无限

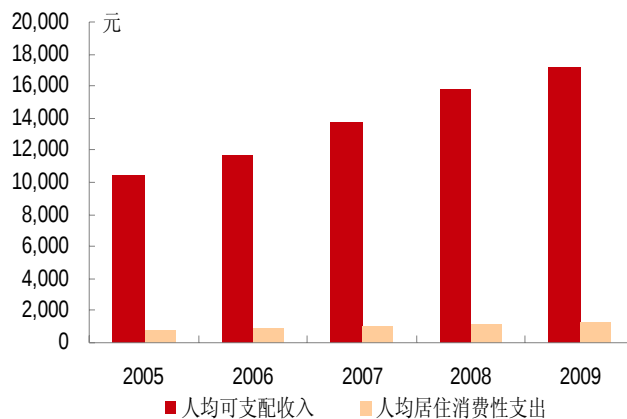
随着我国人均可支配收入的提高，将带来房地产和装饰材料消费升级。相关专家认为：再过 10 年中国将有三分之二的家庭住进新房。大量的居民将从没有住房升级到有住房、从小住房升级到大住房；从没有装修升级到普通装修、从普通装修升级到个性化装修和高档装修，这将极大地拉动建筑装饰材料的消费需求，进而带动装饰原纸行业的迅速发展。

图 9：我国人均可支配收入将不断提高



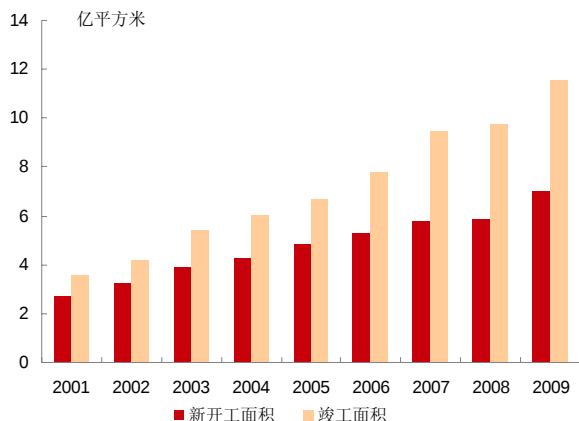
资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

图 10：我国居住消费性支出将不断提高



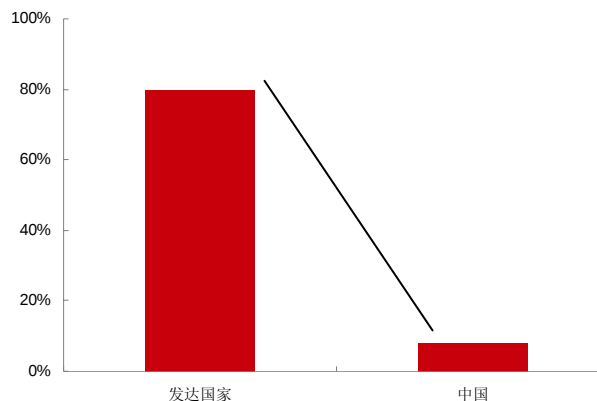
资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

图 11: 我国房地产新开工面积逐年增加



资料来源: 国家统计局 华泰联合证券研究所

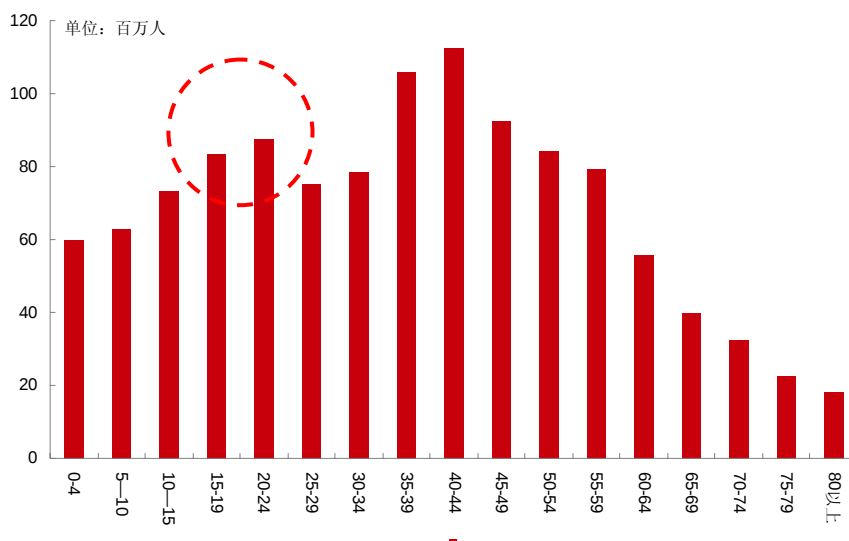
图 12: 我国住宅精装修比例远低于发达国家



资料来源: 中国建筑装饰协会 华泰联合证券研究所

此外, 结婚用房也将成为一个新动力。从人口年龄分布的统计数据进行分析, 我国将迎来了建国后的第二个生育高峰。因此, 未来几年, 第二次生育高峰出生的人群将逐步进入适婚年龄, 结婚用房将成为推动建筑装饰及装饰原纸行业发展的新动力。

图 13: 第二次生育高峰出生的人群将逐步进入适婚年龄



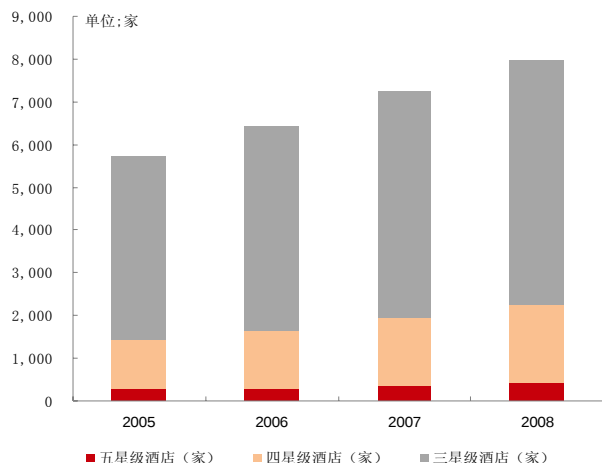
资料来源: 国家统计局 华泰联合证券研究所

公共建筑装饰行业: 服务业和基建拉动

随着北京奥运会、上海世博会、广州亚运会、深圳大运会等大型活动的陆续召开, 我国旅游业、餐饮业、会展业等现代服务业得到快速发展, 星级酒店、体育场馆、会展中心等基础设施、机场等交通设施和剧院等文化设施的批量新建和改造进入了大规模建设时期, 这些公共建筑工程的建设和使用, 不仅增加了装饰装修产业的市场规模, 而且对装饰的质量、档次提出了更高的要求, 从而推动了公共建筑装饰行业整体水平

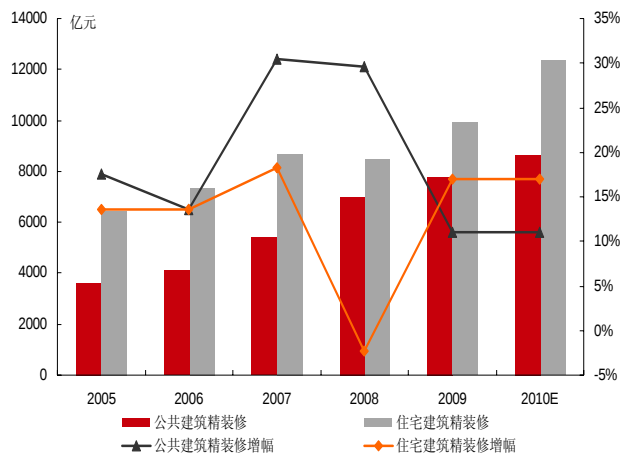
向更高层次发展。公共建筑装饰行业未来 10 年的市场需求仍然非常巨大，为装饰原纸的进一步发展提供了广阔的发展空间。

图 14: 我国星级酒店增长较快



资料来源：国家旅游局 华泰联合证券研究所

图 15: 公共建筑装饰行业增长较快



资料来源：中国建筑装饰协会 华泰联合证券研究所

装饰原纸的需求终端主要是板式家具和复合木地板。

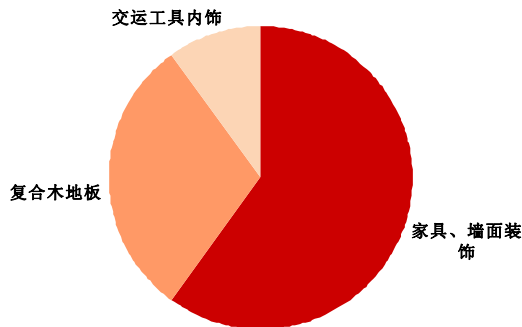
装饰原纸需求终端：家具增速较快

装饰原纸主要用于纤维板、刨花板等人造板的护面层纸、饰面用纸和底层用纸，而人造板作为实木板材的优良替代品，是建筑装饰装修和家具的主要原材料。所以装饰原纸的需求终端主要是板式家具和复合木地板。

我国是世界上木材资源相对短缺的国家，人均森林面积仅相当于世界人均水平的 22%，在当前世界可采伐森林资源日渐短缺的情况下，人造板工业已成为缓解木材供需矛盾的重要产业。人造板充分利用了木材加工剩余物、次小薪材、植物纤维等资源，可替代大径级木材产品，是环保的建筑装饰材料。所以大力发展人造板产业，可提高木材综合资源利用率，有效节约宝贵的森林资源，符合生态环境保护的趋势和可持续发展的产业政策，目前我国已成为世界上人造板第一生产大国。根据国家林业局统计数据，近年来人造板的产量保持了高速增长，从 2001 年 2111.27 万立方米快速增长到 2008 年的 9405.95 万立方米，年复合增长率达 23.79%。

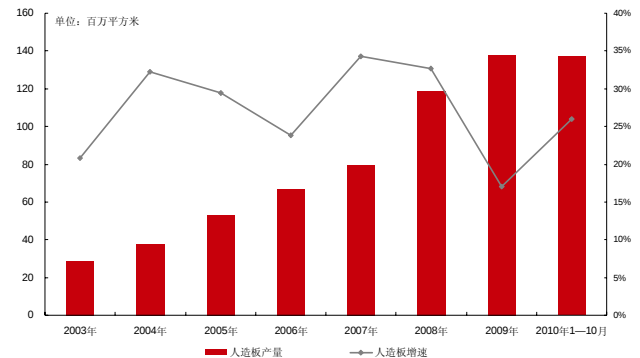
从家具和复合木地板两个需求终端来看，占比较大的家具增速较快。我们预计，随着居民可支配收入的增加，家具仍然能保持一个较快的增速，拉动装饰原纸需求的增长。

图 16: 装饰原纸的需求终端



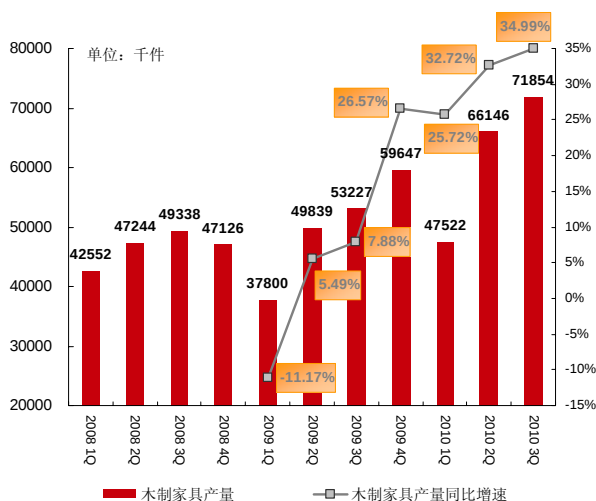
资料来源: 中国造纸协会特种纸委员会 华泰联合证券研究所

图 17: 我国人造板产量增长较快



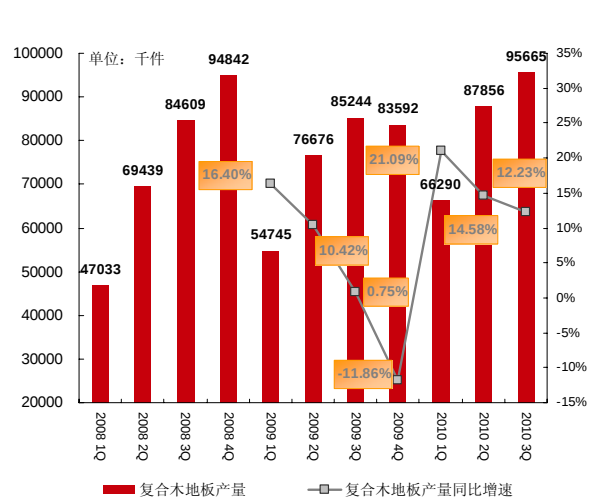
资料来源: 国家统计局 华泰联合证券研究所

图 18: 家具增速较快



资料来源: 国家统计局 华泰联合证券研究所

图 19: 复合木地板增速平缓



资料来源: 中国建筑装饰协会 华泰联合证券研究所

装饰原纸供给: 产品生产属性决定供给缓慢释放

据统计, 目前我国装饰原纸生产企业约 30 家, 大部分企业规模较小, 产品为低档装饰原纸, 只有 5 家左右企业产能能达到 3 万吨以上的水平。

表3: 装饰原纸主要生产企业

序号	企业名称	产能 (万吨)	备注
1	山东齐峰特种纸业股份有限公司	16	品种较为齐全
2	山东鲁南纸业集团有限公司	6	品种较为齐全
3	浙江夏王纸业股份有限公司	3	主要为可印刷原纸
4	杭州华锦特种纸有限公司	3	主要为可印刷原纸

资料来源: 中国包装协会、招股说明书

注: 齐峰特纸 2010 年 5 月新建成一条设计产能 5 万吨的生产线, 今年实际产量约 0.5 万吨, 估计到 2012 年才能全部达产。

装饰原纸从试车到达到设计生产能力需要 2-3 年的时间

区别于传统造纸企业，装饰原纸行业产能的释放将是一个逐步的过程。一般造纸企业试车投产到完全达产，仅需要数月甚至更短，而装饰原纸从试车到达到设计生产能力需要 2-3 年的时间，如果开发新产品并实现批量生产还需要更长的时间。

这和装饰原纸的产品属性相关，与传统纸产品同质化程度很高相比，装饰原纸产品质量和价格主要体现在色牢度、遮盖性、适印性等方面，所以它对生产的过程要求更加严格。在装饰原纸的生产过程中的温度、浓度、叩解度、工作车速、速比、工作压力、水分等多种因素都会对产品质量产生影响，与特定设备的磨合非常重要。要让这些工作全部按照最佳过程完成，需要较长的时间，才能达到最佳的效果。

表4：装饰原纸质量要求更高，产能逐渐释放

	传统纸种	装饰原纸（高档产品）
价格	3000——6000	10000 左右
毛利率	除白卡外，一般在 15%左右	30%左右
产品属性	同质化严重、附加值低	附加值高、质量要求高
竞争	价格竞争为主	色牢度、遮盖性、适印性
投产周期	数月	2-3 年

资料来源：各公司网站 华泰联合证券研究所

表5：未来 2—3 年装饰原纸部分新增产能

企业	新增产能	备注
齐峰特纸	65000 吨	新建
杭州天达	16000 吨	技改
浙江夏王	25000 吨	技改
浙江某企业	30000 吨	技改
山东群星	约 10000 吨以上	新建

资料来源：中国造纸协会 中国轻工建筑工程公司 相关公司网站

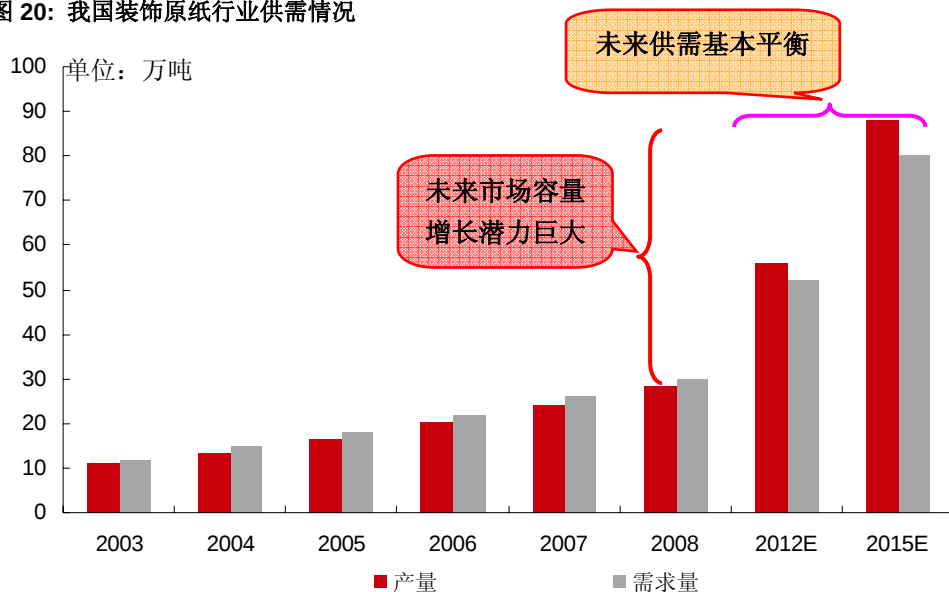
我们通过能够获取的资料，加上合理估计，认为未来 3 年，装饰原纸的新增产量约 30%—40%，平均每年增加 10%—15%之间。

装饰原纸供需判断：目前仍有供给缺口，未来趋于平衡

我国 2003 年装饰原纸产量约为 11.03 万吨，到 2008 年已达 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，而 2008 年国内市场需求量约为 30 万吨，市场仍存在供应缺口。

预计到 2015 年国内装饰原纸需求量将达到 80 万吨，市场需求年均复合增长率将保持 15%左右。我们根据目前的情况加上合理判断，认为未来新增产能将保持 15%左右的增速，未来供需基本保持平衡。

图 20: 我国装饰原纸行业供需情况



资料来源: 造纸技术网 中国包装协会 华泰联合证券研究所

注: 未来将有一部分产品出口, 我们预计的供需平衡是指国内部分

公司竞争优势

技术领先

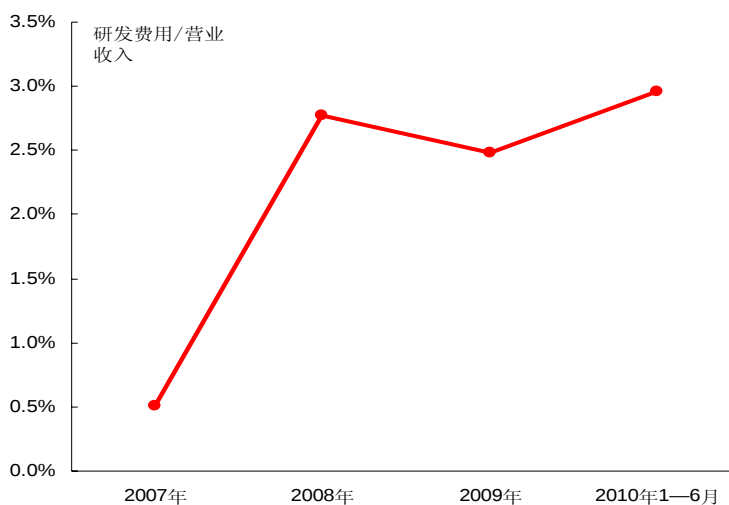
公司作为国家行业标准的主要起草人, 在技术方面具有领先优势。公司在 2000 年攻克了一个中国造纸行业三十年的未破解难题——高档装饰原纸生产技术, 打破了欧美对我国装饰原纸的垄断, 创造了我国民族造纸工业的一个传奇。凭借雄厚的技术力量, 2007 年公司被发改委和国家林业局的全国人造板标准化技术委员会指定为我国装饰原纸行业标准的主要起草单位, 被科技部认定为国家新材料产业化基地骨干企业, 同时拥有国内唯一的装饰原纸院士工作站。

公司目前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, 并被科技部列为国家火炬计划项目。

公司不断加大研发投入, 在自主研发的基础上, 亦不断吸收消化国内外先进技术, 广泛开展与国内外各企业和科研院所的横向技术交流和技合作, 先后与华南理工大学、山东轻工业学院、山东理工大学、山东轻工业设计研究院等多家院校及科研院所开展科研合作和技术交流, 同时公司针对特定产品及特性与上下游客户共同研制本公司所需的辅料助剂及下游客户所需的产品等。公司通过强强合作, 拓展了技术创新的信息渠道, 进一步巩固了公司核心技术优势, 而且打造了以企业为主体、以科研院所为依托的技术创新体系。

技术优势的体现:
行业技术标准的主要制定者; 国内唯一的装饰原纸**院士工作站;** 公司三种主要产品: 彩色贴面原纸、印刷原纸、表层耐磨纸均有**自主研发的核心发明专利。**

图 21: 公司近年研发费用占营业收入的比例



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

表6: 公司目前正在研发的部分新产品

在研项目	项目说明
家具隔板用纸研发	2009 年山东省重点技术创新项目
美纹纸研发	2009 年山东省第一批技术创新项目
绿色果蔬专用隔离纸	2009 年山东省第一批技术创新项目
喷绘浸渍门板纸开发和应用	2009 年淄博市科学技术发展计划项目

资料来源: 招股说明书

产品一流

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,多年来公司在产品设计生产过程中,积累了丰富的经验,作为主要起草单位参与制定了行业标准。公司的产品质量在全国同行业中具有较高的知名度,销售额在 2007、2008、2009 年连续三年排名国内第一,2010 年 1 月被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”。

公司掌握了自主研发技术,所生产的产品质量一流,其每吨价格能到 10000 元左右,其中公司自主研发的“金银片幻彩高档装饰原纸”每吨售价更是高达 2 万美元。而装饰原纸市场上的低端产品每吨仅卖 3000 元左右。

装饰原纸低端产品
每吨 3000 元左右，
公司生产的装饰原
纸在 10000 元左右

表7：公司主要产品平均价格

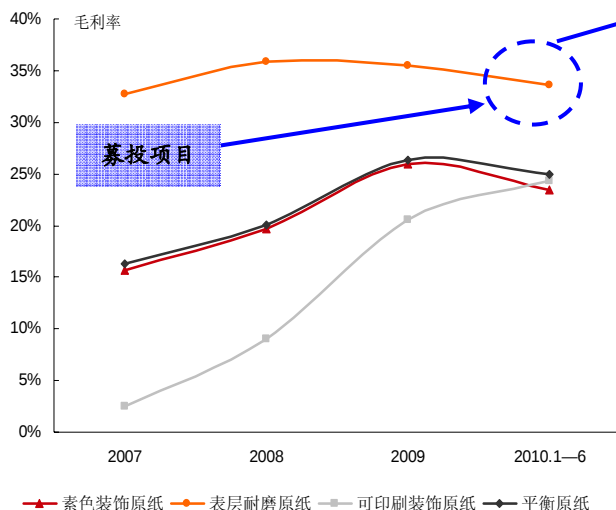
产品	2010 年 1—6 月	2009 年
	价格	
素色装饰原纸	9650	9789
表层耐磨原纸	13051	12960
可印刷装饰原纸	8680	8535
平衡原纸	7719	8163
平均	9718	9828

资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

公司未来将继续优
化产品结构

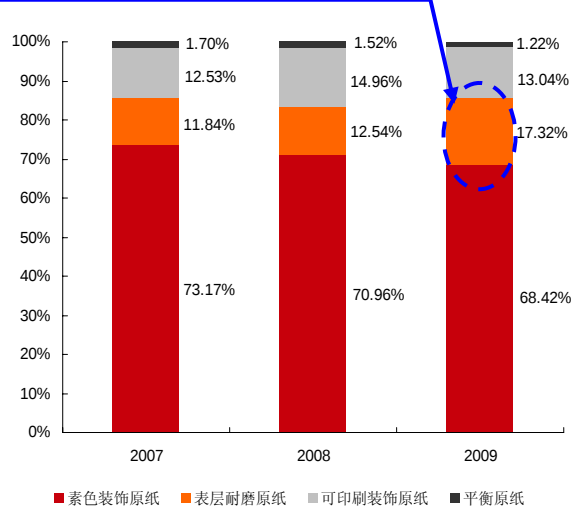
公司未来也将继续提高高端产品的比例。一是对现有生产线进行改造升级，继续提高高端产品所占比例；二是在今年 5 月投产的 5 万吨耐磨原纸的生产线，以生产高端产品为主；三是募投项目也投向高端产品。

图 22：公司未来主要发展高毛利率产品



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 23：公司将继续优化产品结构



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

盈利能力突出

壁垒较高，盈利能力大幅超越传统造纸企业

装饰原纸生产企业技术壁垒明显高于传统造纸企业，达产周期也较长。

首先，对核心技术人才和技工要求较高。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。

其次，**技术诀窍、人机磨合至关重要**。装饰原纸主要采用优质木浆、填料和助剂，通过严谨的工艺配方达到木质纤维与造纸化学品的完美结合，上网抄造而成。生产过程中的温度、浓度、叩解度、工作车速、速比、工作压力、水分等多种因素都会对产品质量产生影响，因此技工和生产工人经验的积累非常重要，与特定设备的磨合非常重要。

所以，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。

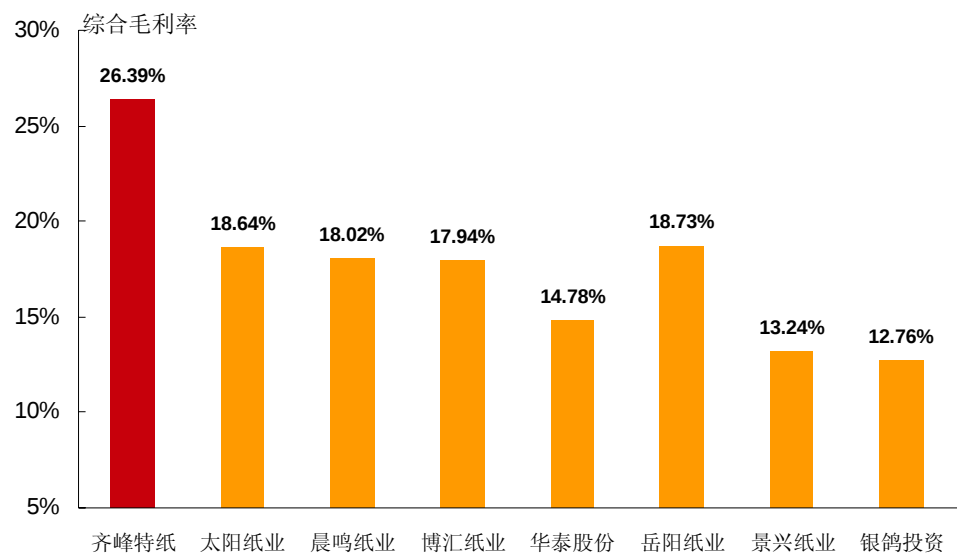
表8：装饰原纸生产企业进入壁垒高于传统造纸企业

	装饰原纸造纸企业	传统造纸企业
技术壁垒	对专业技术人员要求高，对人机磨合要求高，技术熟练的专业技术人才匮乏	对技术人员要求不高，专业技术人员较多
资金壁垒	较高	高档纸较高
行业准入	环保标准+《人造板饰面专用装饰纸》行业标准	环保标准
达产周期	2—3年	数月

资料来源：华泰联合证券研究所

因为技术壁垒的原因，再加上下游需求比较旺盛，公司的盈利能力大幅超越传统造纸企业。

图 22：公司综合毛利率大幅超越传统造纸企业

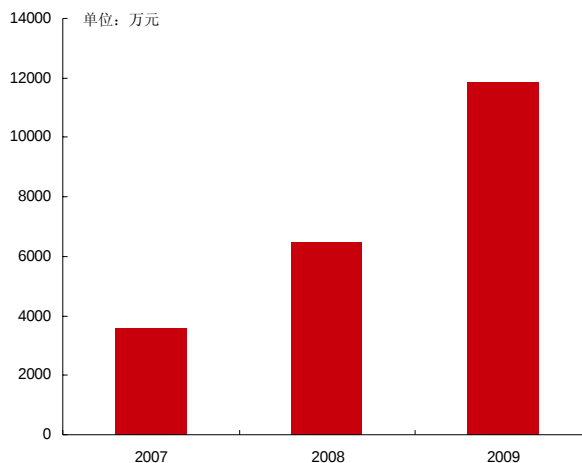


资料来源：招股说明书 各公司公告 华泰联合证券研究所

抗周期能力强

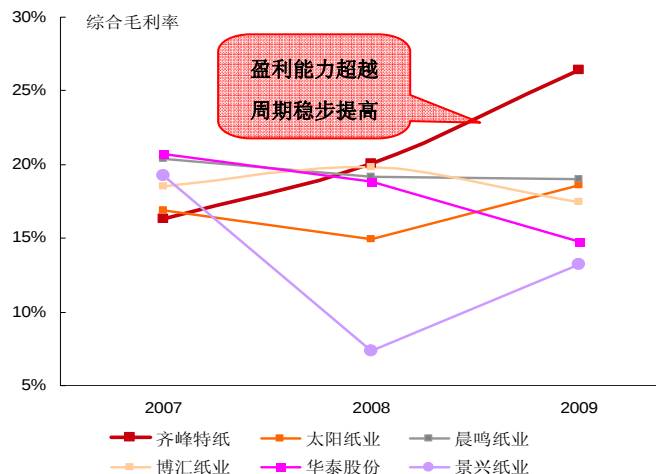
依托下游需求快速增长，产品供不应求，凭借行业第一的地位和技术领先、产品一流的核心竞争能力，公司抗周期能力强。尽管遇到全球金融危机肆虐，公司的净利润却依然大幅增长。

图 23: 公司净利润在 08 和 09 年增速均超过 80%



资料来源: 招股说明书

图 24: 公司综合毛利率超越周期逐步提高



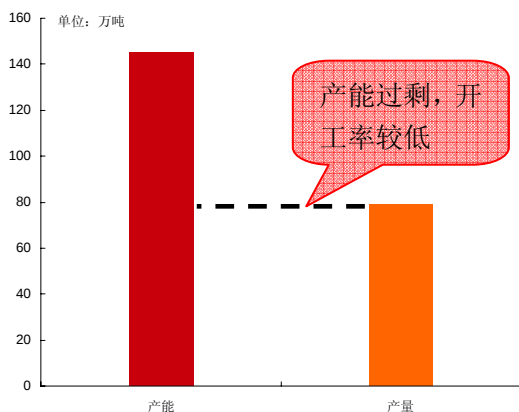
资料来源: 招股说明书 各公司公告 华泰联合证券研究所

对上游供应商议价能力强

钛白粉 (TiO_2) 是生产装饰原纸的主要填料，而钛白粉的主要原材料为钛矿。目前，我国已探明的钛矿资源储量 9.65 亿吨，占世界钛资源总储量的 38.85%，其中钛铁矿的 TiO_2 保有储量为 3.57 亿吨，居世界首位。2007 年下半年以来，国内钛白粉行业产能过剩的现象已经非常突出，供需关系失衡。2008 年受全球金融风暴的影响，钛白粉市场需求低迷，企业大幅减产。2008 年我国钛白粉全年产量为 78.7 万吨，较 2007 年大幅下降约 21.1%，全年平均开工率仅有 54.3%，未来几年我国钛白粉将出现供过于求的局面。

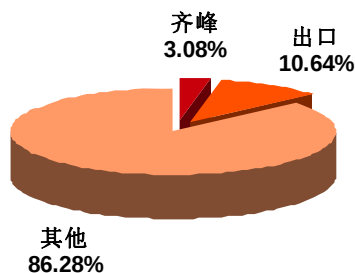
公司作为国内钛白粉的主要消耗企业，在钛行业产能过剩的情况下，明显具有对钛白粉价格的议价能力。

图 25: 我国钛白粉行业产能过剩



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 26: 公司为国内钛白粉主要消耗企业



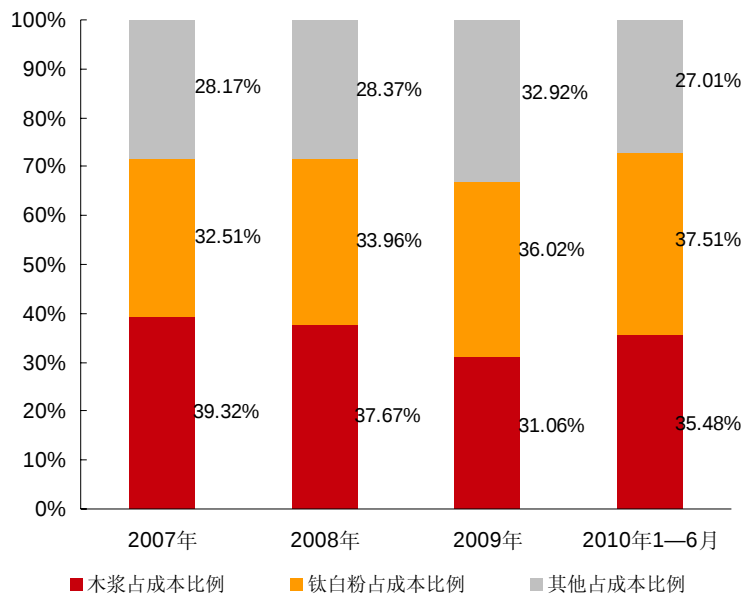
资料来源: 中国钛白网 华泰联合证券研究所

对下游客户议价能力强

原材料价格上涨时，
产品价格相应上调；
原材料价格下跌时，
产品价格保持相对稳定

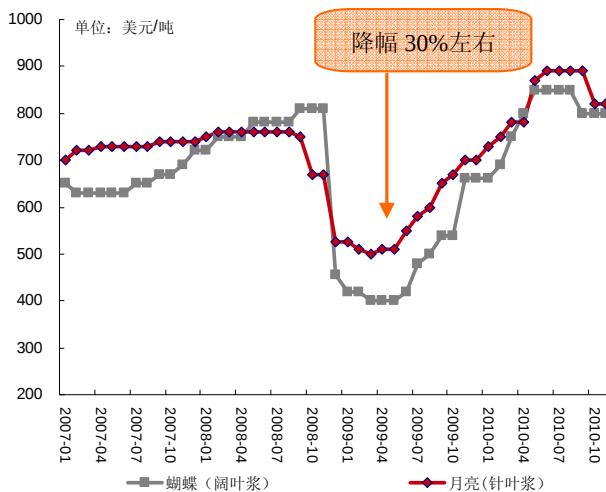
公司对下游客户具有较强的议价能力，使公司的毛利率一直保持较高的水平。木浆和钛白粉是公司产品成本中最主要的两部分，合计超过生产成本的 70%，从历史情况看，公司的产品价格能够随着原材料价格的上涨而进行相应上调；原材料价格下降时，公司产品价格有相对较强的抗跌能力。2009 年木浆价格下跌了 30% 左右，钛白粉价格下跌了 20% 左右，但公司 2009 年产品价格仅小幅回落，远低于成本回落幅度，使得公司毛利率提升。

图 27：公司产品生产成本主要为木浆和钛白粉



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

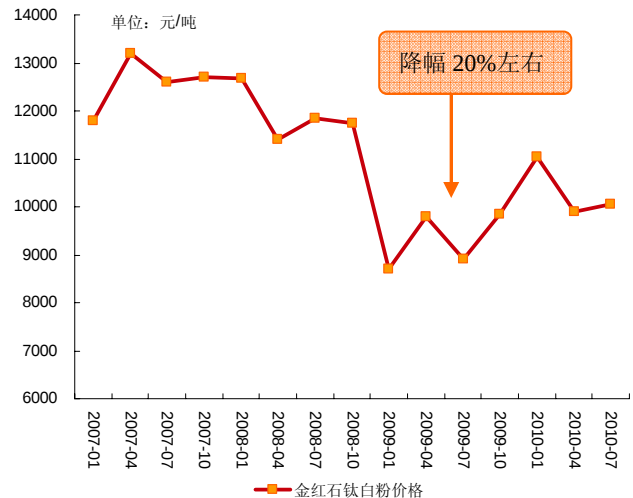
图 28：09 年木浆价格大幅回落



资料来源：纸业联讯 华泰联合证券研究所

注：根据招股说明书披露，在公司外购木浆中，阔叶浆为蝴蝶，针叶浆为月亮

图 29：09 年钛白粉价格大幅回落



资料来源：中国钛白网 华泰联合证券研究所

表9：木浆和钛白粉价格大幅下降情况下公司产品价格的变化

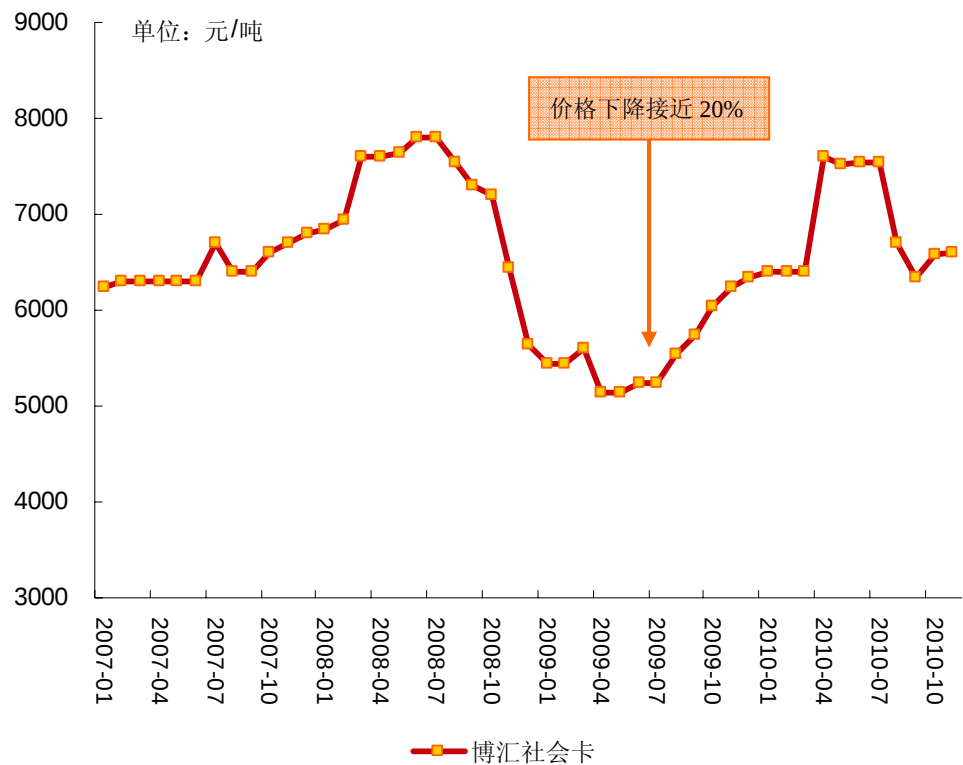
	2008 年			2009 年			变化		
	收入	价格	毛利率	收入	价格	毛利率	收入	价格	毛利率
表层耐磨原纸	12096	14047	35.89%	12872	12960	35.51%	6.42%	-7.74%	-0.38%
素色装饰原纸	68426	10731	19.85%	67540	9789	26.21%	-1.29%	-8.78%	6.36%
可印刷装饰原纸	14427	8692	8.98%	17095	8535	20.55%	18.49%	-1.81%	11.57%
平衡原纸	1462	8381	9.84%	1210	8162	22.10%	-17.24%	-2.61%	12.26%

资料来源:招股说明书 华泰联合证券研究所

为了对比说明,我们选择在传统纸种中景气度最高的白卡纸进行对比分析。我们以白卡纸龙头博汇纸业生产的社会卡为例。白卡纸生产成本中 70%左右为木浆,在同样经历木浆大幅下跌的情况下,白卡纸价格和毛利率又是怎样的情况呢?

以传统纸种中景气度最高的白卡纸进行对比

图 30：博汇社会卡价格变化



资料来源：纸业联讯 华泰联合证券研究所

表10：白卡纸在木浆价格大幅下降情况下的反应（以博汇纸业的白卡纸为例）

	2008 年			2009 年			变化		
	收入	价格	毛利率	收入	价格	毛利率	收入	价格	毛利率
博汇-白卡纸	128357.89	约 7000	21.86%	122474.36	约 5700	18.68%	-4.58%	-18%	-3.18%

资料来源：博汇纸业年报 华泰联合证券研究所

注：由于博汇纸业白卡纸包括烟卡和社会卡，上表中收入和毛利率数据来源于年报中会计报表附注，价格由我们进行测算。烟卡下游需求基本为刚性需求，价格相对固定，社会卡波动较大，如果仅从社会卡角度来观察，博汇纸业的收入和毛利率下降程度会高于上表所列示数据。

专业化营销队伍打造渠道

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。

公司注重在产品销售的同时为客户提供全面的技术服务和支持。公司一直致力于打造一支技术型营销队伍，大部分的营销人员从事过技术研发工作，能为客户提供包括现场技术解决方案在内的全方位服务，赢得了较高的客户忠诚度，同时通过及时的信息反馈，形成了快速、灵活的市场应变能力和机制。

公司经过多年市场开拓，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。

表11：公司部分客户

客户名称	简介
 Power Dekor 圣象	中国最大的木地板企业，连续14年同类产品销量第一。拥有强化木地板、三层实木地板、多层实木地板、独体实木地板、结构地板、木门、整体衣柜、家具等产品。
 QUANU 全友 家私 绿色全友 温馨世界	中国综合性家具领军企业，最大的集研发、生产、销售为一体的大型家私民营企业集团。拥有四个工业园区，20多个专业生产分厂、20多个驻外办事处、1000余家经销商、2000多家专卖店。公司主要生产板式套房家具、实木家具、沙发、餐桌椅、床垫、软床等系列产品。
 吉象木业 PTP GROUP	国际吉象人造林制品集团（吉象木业）是亚洲最大的强化木地板、中纤板、刨花板制造商和销售商之一。在中国拥有多处生产基地，25家物流中心、750家地板专卖店、850家密度板分销中心。
 SDF 升达林业 SHENGDA FORESTRY	中国强化木地板龙头企业，中国第一块强化木地板生产企业，强化木地板国家标准的主要起草单位。行业内率先通过ISO9001质量管理体系、ISO14001环境管理体系，并获得“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“国家出口免验”等殊荣。全套引进具有国际先进水平的生产线和技术，产品系列齐全，涵盖强化地板、竹（木）复合地板、实木地板、浸渍纸、中（高）密度纤维板、木门、柜体等。
 河南永威安防股份有限公司 Henan Yongwei Security Co.,Ltd	全国最大的防火板生产企业。
 Coveright	全球最大的表面材料生产企业，其产品广泛应用于家具、地板、建筑装饰，和汽车等。
 FORMICA	富美家是一家有90多年历史的生产美耐板的大型国际公司。目前富美家生产的表面装饰饰材产品，都被普遍广泛运用在家具、隔间、厨俱、火车、汽车、橱柜、船舶、电梯等方面。

资料来源：各公司网站 华泰联合证券研究所

节能环保标兵

过去我们采取高能耗、高污染、低产出的粗放型增长方式，以大量的资源、劳动力和环境投入换取经济的高增长，背后却是我们付出的极为昂贵的环境和资源代价，伴随着我国倡导社会经济的持续发展，要求企业节能环保的措施将越加严厉。

公司始终贯彻环保立企的指导思想，提出“没有长久的环保，就没有长久的企业”。2005年，公司建设了纸机白水膜技术处理装置，实现了对高档装饰原纸生产过程中产生的纸机白水进行有效处理并且大部分回收利用，部分外排水浇灌农田，该项目列

入发改委的国债计划项目，也是造纸行业中首家使用该项技术的企业，具有典型的示范带动作用。

2006年5月，公司投资150多万新上配套设备，对厂区内的废水进行集中处理，处理后的水全部回用。2008年又投入资金180多万元，引进华南理工大学的高效净化器设备，实现造纸固废废弃物资源综合利用与生态修复，变废为宝。

公司的产品装饰原纸作为木材替代品，对推动我国森林资源永续利用、国民经济的持续健康发展和实现绿色GDP都起到了不可替代的重要作用。

自2007年起，公司先后被中央电视台的《新闻联播》、《焦点访谈》、《讲述》栏目以节能环保、科技创新的典型进行了报道。

中央电视台认可齐峰作为节能环保的标兵企业

表12：中央电视台以节能减排典型报道公司

报道栏目	时间	主题
《新闻联播》	2007.7.29	把齐峰作为科技创新典型
《焦点访谈》	2008.5.9	把齐峰作为节能环保典型
《讲述》	2009.2.11	把齐峰作为生态文明典型

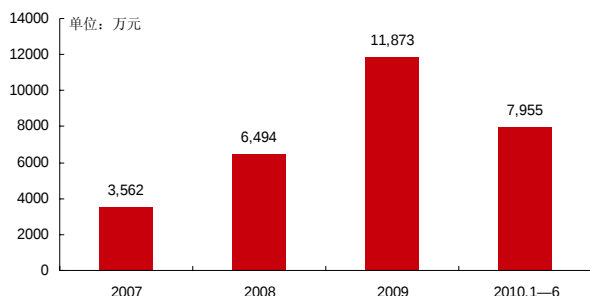
资料来源：公司网站 中央电视台网站

公司财务分析

盈利能力

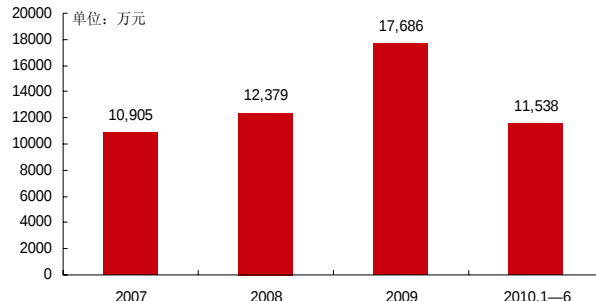
公司盈利能力高于传统造纸企业。综合毛利率逐步提升，目前约25%左右；从产品角度来看，耐磨原纸的毛利率在35%左右，超过传统纸种中景气度最好的白卡纸10个百分点左右；公司ROE保持在30%左右，明显高于传统造纸企业。

图 31：最近三年一期净利润



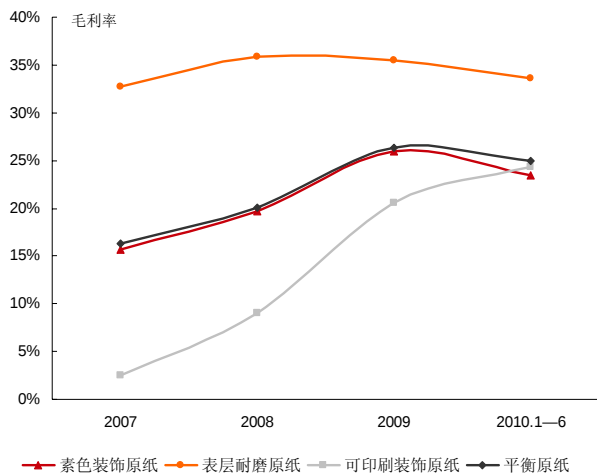
资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 32：最近三年一期 EBITDA



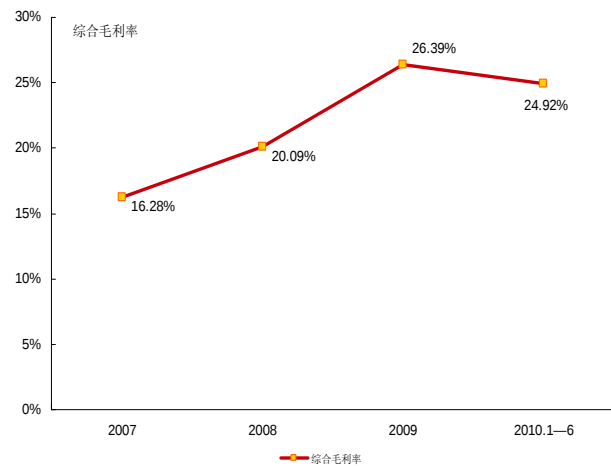
资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 33: 最近三年一期分产品毛利率



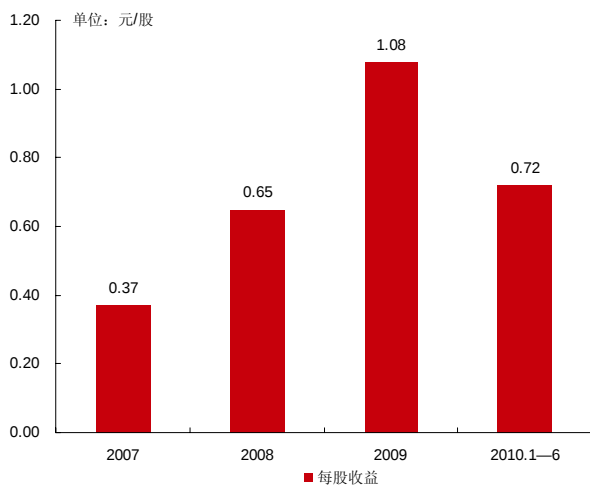
资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 34: 最近三年一期综合毛利率



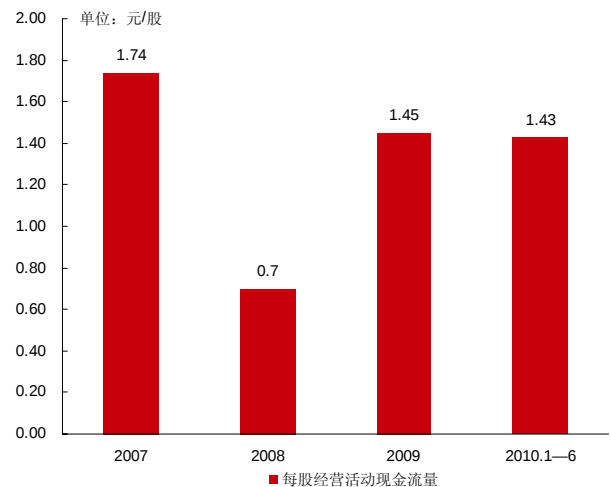
资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 35: 最近三年一期 EPS



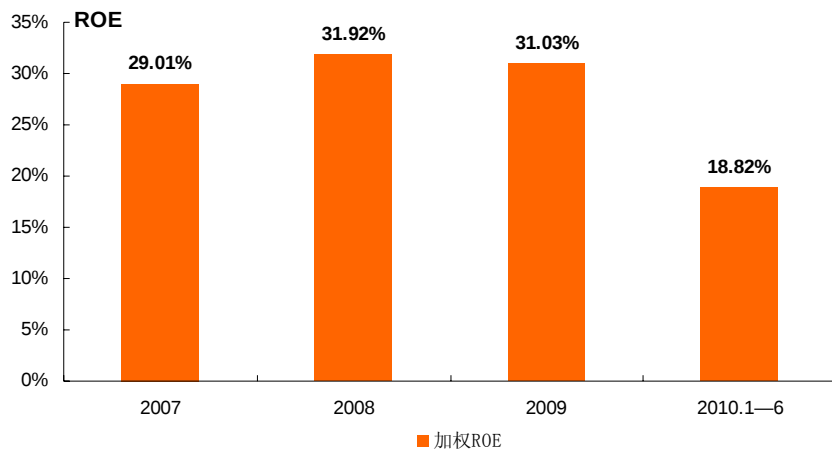
资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 36: 最近三年一期公司每股经营活动现金流量



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 37: 最近三年一期 ROE

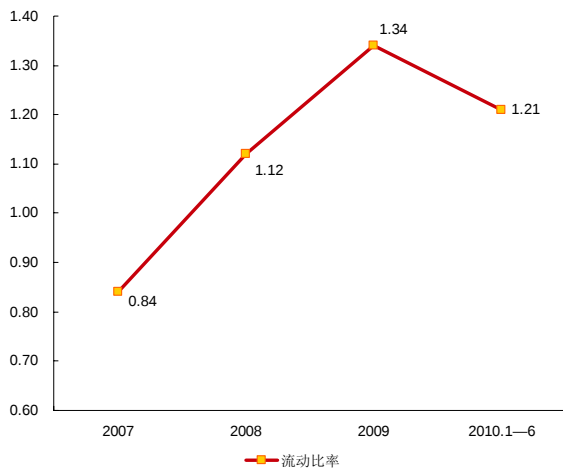


资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

偿债能力

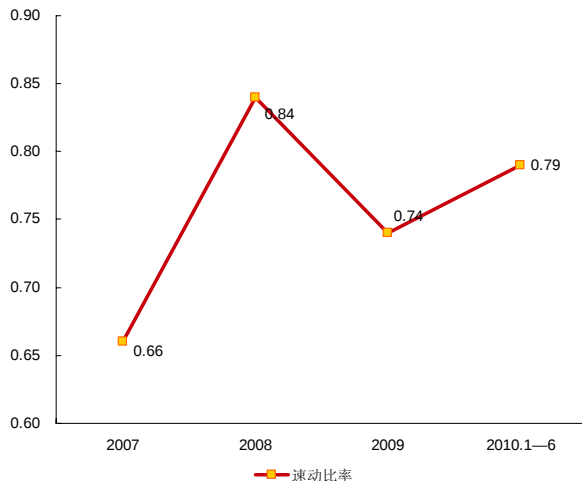
公司偿债能力不断增强。明显看出公司的长期偿债能力不断增强,这与公司公司盈利能力的不断提高和负债水平下降直接相关。传统造纸企业资产负债率都在 50%左右,而公司的资产负债率水平相对偏低。

图 38: 最近三年一期流动比率



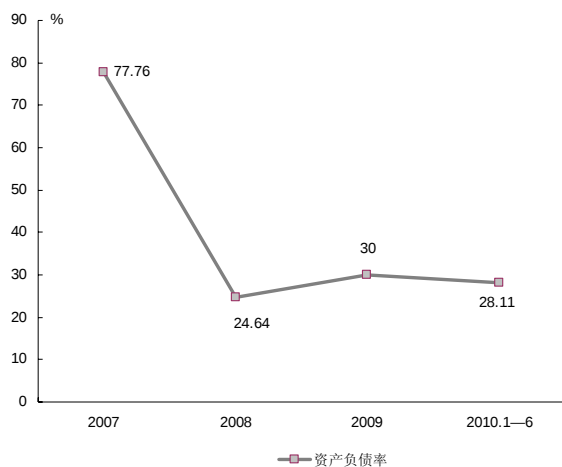
资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 39: 最近三年一期速动比率



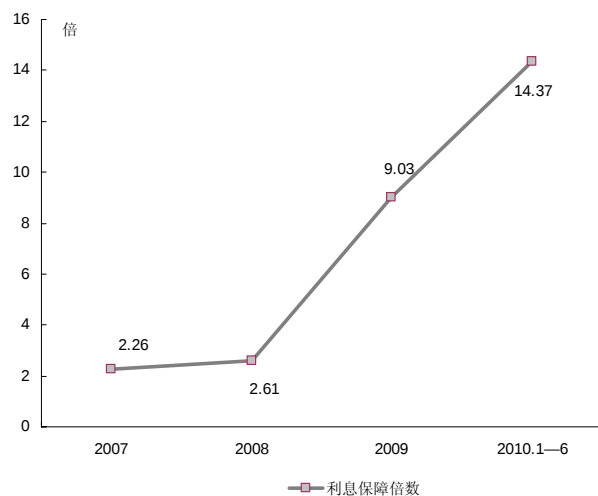
资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 40: 最近三年一期资产负债率



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 41: 最近三年一期利息保障倍数

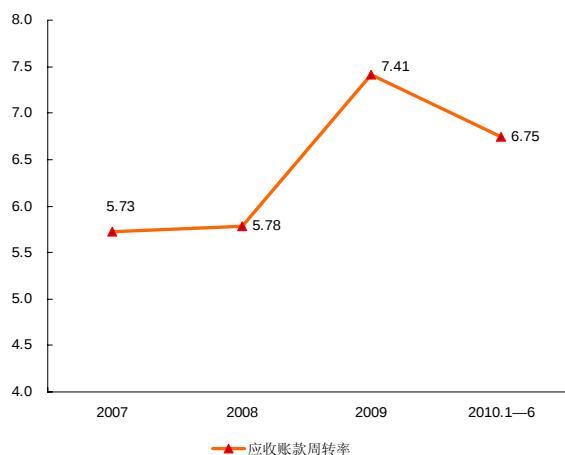


资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

营运能力

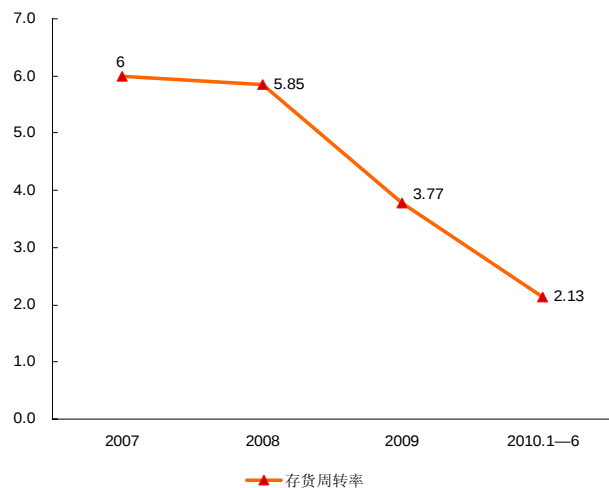
公司应收账款周转率提升明显。主要原因是公司所生产的产品市场需求形势好转, 发生了有利于收款的变化, 产品供不应求、客户预付款提货、现款销售增加等因素引起。
存货周转率有所下降。主要原因是 2009 年上半年受金融危机的影响, 公司生产所消耗的主要原材料价格已跌至几年来的历史低位, 公司管理层紧盯木浆、钛白粉等价格市场变化, 在审慎分析的基础上, 购进了大量的原材料所致, 而非产品滞销。

图 42: 最近三年一期净利润



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 43: 最近三年一期 EBITDA



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

募投项目助力，再造一个齐峰

行业需求增长较快，目前公司产能利用率已达饱和状态

目前，公司产品的销售情况非常好，产销率达到 99.38%，产能利用率达到 91.88%，已经达到饱和状态。根据行业发展趋势预测，未来 5 年我国装饰原纸的市场需求量将达 70 万吨，而现在国内装饰原纸总体生产能力在 30 万吨左右，约有 30 家左右的生产企业。据行业相关资料显示，国内装饰原纸主要生产商产能利用率已达到 80%以上。为满足行业持续增长的需求，未来 5 年，行业需新增产能 40 万吨，才能基本实现供需平衡。

装饰原纸行业较高的行业壁垒导致潜在进入者很难进入，所以我们认为，目前产能问题是制约公司发展的最大问题。本次募投项目加上今年新上线的 5 万吨产能将再造一个齐峰，在未来 5 年公司业绩将得到持续的增长。

表13：目前公司产能利用率已达饱和状态

	2007 年	2008 年	2009 年
产能（吨）	110000	110000	110000
产量（吨）	80582	91333	101069
销量（吨）	81150	90720	100442
产能利用率	73.26%	83.03%	91.88%
产销率	100.70%	99.33%	99.38%

资料来源：招股说明书

本次募集资金拟投向两个项目：1）年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目；2）年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目。

表14：本次募集资金项目

序号	项目名称	投资总额	建设期
1	年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目	15970 万元	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	49202 万元	24 个月

资料来源：招股说明书

年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目

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、新农村建设的逐步展开以及居住条件和消费水平的不断提高，强化木地板及高档板式家具作为一种绿色环保产品将得到快速迅猛的发展。表层耐磨原纸是制作强化木地板及高档家具板材的必需材料，表层耐磨原纸的需求将持续增长。

本项目产品“高清晰度耐磨纸”作为一种可替代木材的工业特种用纸，具有高透明性和高耐磨性，是制作高档家具板材、强化木地板、防火板、喷绘移动门等板材的贴面材料。人造板材广泛用于高档家具、强化木地板、电脑桌、办公桌台面及公共场所、大型场馆的地面铺装，其大量使用能有效节约原木，减轻对环境的压力、保护森林资源，符合国家可持续发展的战略要求。

项目建成完全达产后可实现年销售收入 19,890.00 万元，可获利润总额 4,908.19 万元，税前投资回收期 5.33 年。以公司目前执行的 15%所得税率计，则可实现年净

利润 4,171.96 万元，财务内部收益率 24%，税后投资回收期 5.92 年（含建设期 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

随着我国居民环保意识的不断增强，防火板、强化木地板、高档板式家具等作为一种绿色环保产品得到快速迅猛的发展，从而带动三聚氰胺浸渍装饰原纸的需求持续增长。三聚氰胺浸渍装饰原纸项目用于生产素色装饰原纸和可印刷装饰原纸。

公司拥有自主开发的国内领先地位的“人造板贴面的印刷原纸”和“人造板贴面的彩色贴面原纸”等核心专利技术，且在生产方面已积累了成熟和丰富的经验，产品具有较高的稳定性和适印性。公司已经开发成功素色装饰原纸、可印刷装饰原纸等 300 多个高档花色品种，目前产品供不应求。

项目建成完全达产后可实现年销售收入 96,900.00 万元，可获利润总额 12,188.05 万元。以公司目前执行的 15% 所得税率计，则可实现年净利润 10,359.84 万元；项目税后财务内部收益率 23%，所得税前投资回收期 6.57 年，税后投资回收期 7.15 年（含建设期 2 年）。

表15：本次募集资金项目产能释放计划（单位：万吨）

募投项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
年产 15,000 吨高清晰度耐磨纸项目	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	3	7	10

资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

1. 原材料价格不出现大幅波动
2. 国家对房地产调控政策符合市场预期
3. 出口贸易保持正常，没有出现重大的贸易摩擦事件

表16：按产品拆分收入

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
素色装饰原纸					
营业收入	684	675	743	780	819
营业成本	548	498	564	596	630
毛利率	19.9%	26.2%	24.0%	23.5%	23.0%
可印刷装饰原纸					
营业收入	144	171	274	465	698
营业成本	131	136	208	349	523
毛利率	9.0%	20.6%	24.0%	25.0%	25.0%
表层耐磨原纸					
营业收入	121	129	155	232	325
营业成本	78	83	102	156	218
毛利率	35.9%	35.5%	34.0%	33.0%	33.0%
平衡原纸					
营业收入	15	12	5	5	5
营业成本	13	9	4	4	4
毛利率	9.8%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
营业收入	964	987	1176	1482	1846
营业成本	770	726	878	1105	1375

资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

我们预计 2010-2012 年，公司的收入分别为 11.76、14.82 和 18.46 亿元，归属母公司净利润分别为 1.38、1.79 和 2.22 亿元，实现摊薄后 EPS 分别为 0.94、1.21 和 1.50 元。对比可比公司的市盈率水平，我们给予公司对应 33—37 倍的 2011 年动态市盈率，齐峰股份定价区间为 39.93—44.77 元。

表17：可比上市公司估值水平

可比公司	股价	09 A	10 E	11 E	12 E	10 P/E	11 P/E	12 P/E
帝龙新材	28.20	0.59	0.40	0.66	0.98	70.5x	42.7x	28.8x
美克股份	12.63	0.09	0.17	0.29	0.35	74.3x	43.6x	36.1x
兔宝宝	11.21	0.12	0.18	0.35	0.57	62.3x	32.0x	19.7x
浙江永强	39.06	1.48	0.86	1.10	1.41	45.4x	35.5x	27.7x
合兴包装	16.86	0.35	0.39	0.60	0.81	43.2x	28.1x	20.8x
美盈森	42.40	0.94	0.97	1.55	2.29	43.7x	27.4x	18.5x
平均						56.6x	34.9x	25.3x

数据来源：wind 华泰联合证券交易所

表18：盈利预测

利润表					单位: 百万元
	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	987	1176	1482	1846	
营业成本	726	878	1105	1375	
营业税金及附加	3	4	5	6	
营业费用	40	48	60	75	
管理费用	59	70	89	110	
财务费用	18	10	10	15	
资产减值损失	-3	-1	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	137	165	214	265	
营业外收入	5	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	141	165	214	265	
所得税	23	27	35	43	
净利润	118	138	179	222	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	118	138	179	222	
EPS (元)	1.08	0.94	1.21	1.50	

资料来源: 华泰联合证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险

木浆和钛白粉为公司产品的主要原材料, 占成本的 70% 左右。公司外购木浆主要为进口木浆, 木浆价格受到供给、汇率、能源价格和木浆出口国的突发事件的影响。如果木浆大幅涨价会影响公司的盈利能力。

房地产调控政策风险

公司产品下游行业为家具、强化地板、防火板等装饰装修行业, 如果国家对房地产市场调控超出市场预期, 可能会减少下游需求, 对公司产品的销售产生不利影响。

贸易摩擦风险

目前欧美国家经济仍具有不确定性, 贸易保护主义有所抬头, 如果相关国家对我国装饰原纸采取“双反”等措施, 将对公司出口销售产生不利影响。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn