

## 给予推荐评级，未来4年产能复合增速20%+、15年受益于原料价格下跌

### 投资要点：

- 公司1998年转为股份制企业，2004年完成资产重组，2010年12月在深交所上市。公司当前总股本4.2亿、总市值48.2亿；我们估计2014年收入25.8亿(+22.5%)，净利润2.8亿(+49%，已经考虑15%所得税率)、EPS0.67元、对应PE17.2倍；2015年收入31亿(+20%)、净利润3.75亿(+35%)、考虑2014年9月份发行7.6亿可转债(10.2元价格，可转股时间自2015年3月20日开始)，假定2015年完全转股后总股本4.765亿股，对应2015年EPS0.79元，当前股价对应PE14.5倍。
- 公司IPO前，控股股东李学峰持有公司41.67%股权，法人股东巴森经贸、留余经贸、福源投资、鼎弘投资、上海天亿、深圳创投六家机构分别持有公司14.99%、9.64%、5.56%、4.76%、4.76%、2.38%股权，李学峰之子李安宗、李安东各持有0.2%。IPO后，李学峰持股比例为31.19%，2013、2014年分别减持至30.58%、25.59%。截至2014年9月底，除了上海天亿仍持有公司股权外(目前持股比例2.02%)，其他机构投资者均已不在前十大股东之列。我们认为，当前大股东持股比例已经相对较低，尤其是此次可转债转股后，估计其持股比例不到22%；考虑到未来公司进一步发展的资金需求、员工的充分激励可能带来的股权稀释，大股东进一步减持的空间已经极小。
- 公司所处的行业为特种纸行业，增速相对较高，行业竞争格局较好。公司主要产品包括可印刷装饰原纸、素色装饰原纸、表层耐磨原纸、壁纸原纸，2014年底，公司各类纸总产能有27.5万吨，在行业占比34%，稳居行业第一位置。根据相关资料，行业2014年总需求规模约78万吨、2015年为88万吨、2016年为100万吨。其中，需求增速较快的主要在于装饰原纸、无纺壁纸。其中，装饰原纸新领域可使用(以前只用在刨花板和高密度板，现在实木拼接的细木工板，生态板，5层薄木片压合成的胶合板等都可以用了)，以前正常行业增速10%，目前行业增速在15%以上。在无纺壁纸领域，主要是PVC壁纸替代过程(年需求有40万吨+)。对于齐峰而言，最大优势是行业竞争格局相对较好、相比较竞争对手公司优势显著(包括资金优势、品种优势等等，齐峰可实现10%的销售净利润率，估计竞争对手能做到5%-7%已经非常难得)；具体内容参见后面详细纪要。目前装饰原纸行业需求增长中，50%以上都是由齐峰来提供，公司市场占有率存在逐步提升的过程(详细产能扩张参见下表)。此外，无纺壁纸市场空间非常广阔、也是公司未来重要的增长点，公司2011年开始投产，2014年估计可以达到1.2万吨、2015年可达1.8万吨。目前主要竞争对手是鲁南(3万吨)。
- 维持对公司推荐评级，按2015年20倍估值，合理股价接近16元、

齐峰新材(002521.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050004

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050002

特此鸣谢

陈晨曦

(8621) 20252682

chentengxi@chinastock.com.cn

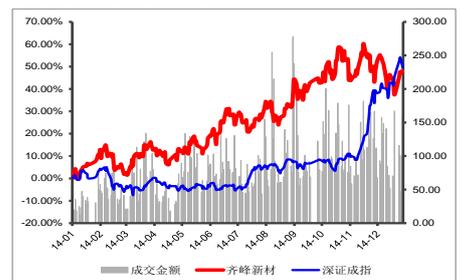
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2015.1.9

A股收盘价(元)	11.46
A股一年内最高价(元)	11.80
A股一年内最低价(元)	10.54
深证成指	11324.76
市净率	1.91
总股本(万股)	42044
实际流通A股(万股)	30760
限售的流通A股(万股)	11284
流通A股市值(亿元)	35.25

### 相对深证成指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

提升空间接近 40%。公司 2014 年股价上涨了近 50%，但主要是业绩增长驱动带来的收益。结合公司产能投放（2015 年中期 7 万吨，可转债项目至 2017 年前投产 11.8 万吨），以及下游市场需求，我们认为 2015-2017 年三年间量增复合增速 20%；考虑到 2015 年钛白粉价格下行，以及可转债转股对利息的节约等，2015 年业绩弹性 35%，2016、2017 年 20%+、20%。结合公司业绩增速，按 2015 年 20 倍估值，公司合理价值 16 元，在当前 11.46 元股价基础上有近 40%提升空间。

#### 详细沟通：

Q1：根据公司披露测算，素色原纸和可印刷类装饰原纸价格非常稳定；近年来装饰原纸的销量增速较快；其背后的原因是什么？

素色、装饰原纸根据市场需求，这两个产品在统一生产线上调配，如果可印刷多、就做可印刷，要做素色就做素色。素色的和可印刷类，细分到几百个品种，内部品种、数量不一样导致最终价格差异；因为产品特性，多品种、小批量，市场越来越看中产业的个性化需求，下游 700、800 家客户什么品种都有。

因为原材料占比高，价格也有波动，但波动范围在 200-300 块之间。目前原材料价格是一种下滑趋势，公司产品价格和原材料同步，和市场竞争格局有关系、和产业特点有关。钛白粉、木浆属于下游需求范围宽泛的行业，做特种纸需要、其他纸也需要，毕竟特种纸用木浆总量不是太大，钛白粉 60%的量在涂料和建筑之间用、单纯用于特种纸的总量不超过 15%，因此，无论是钛白粉还是木浆其价格都不是有特种纸行业确定的；从这个产业需求来讲，齐峰做原纸的，下游做印刷、浸渍、做成板材，齐峰也是产业的龙头企业，这种价格变化和行业有关、和上游的原材料关系不大，维持在一定位置上小幅波动。如果齐峰的价格稳不住，下游就没法干了，公司从 98 年研究这个产业，满 15 年了，价格大幅波动的状态只是出现在 2011 年—那是公司涨幅力度最大的一年，但是相比钛白粉价格波动没那么大了。

Q2：为什么没有其他造纸企业进入这个行业

新增产能，近十年来这种状态没有停止过，不断有企业进入这个行业中，不断有一些企业被这个行业淘汰，到目前为止没有停止，特别是从 2008 年金融危机到现在，传统造纸企业盈利水平很差，进来的还是挺多的，出去的也不少，不是今天或未来才会进来的，特别是江苏、浙江，包括山东都有进来的，有些时间不长、有的维持 2、3 年就淘汰出去了，行业十多年来形成竞争门槛，并不是说有钱、技术就可以做了，形成一种复合性的竞争力。

譬如研发产品之初配方最重要，关乎核心的机密，随着产业扩大竞争对手获取样品很容易、但是去分析研究多次尝试可能会出来这个产品、但是装饰原纸的特种是小批量、多品种，持续不断的采购的订单式获取和生产能力，生产线在不断的更换品种，要求质量的稳定性是非常重要的，做一批产品可以通过潜心的研究可以做的差不多，但是保证每个批次产品都和第一次质量完全一样是很难的，这是最大的难点，毕竟这是做表面装饰性，要不然下游客户索赔是非常高的（感觉和伟星股份在纽扣行业中的壁垒非常类似）。这是最大的难点。

第二个，小批量，不适合大的生产线生产，国内有实力的大个头造纸企业，最小的机台就到3米多、5米多，最宽到十米以上的机器，一条生产线生产的纸就十几万吨，浪费是非常大的，产品还要讲究成本的控制，来源于批量、每次更换品种需要清洗生产线造成的损失。如果可以生产出来、成本很高也没有竞争力

总体上看，在装饰原值在这个行业能站住脚的，不多，有的只做装饰原纸、有的只做耐磨纸、有的只做无纺装饰原纸，有些客户只做单一生产线，可能生产能力也比较小，小型企业还是居多，未来还会像这样，不断有进、也有出。

齐峰有16条生产线在正常运行，承担了500多个品种，如果品种调配不合理的话，成本是非常大的，有些生产线生产的品种成本差距会非常大。

Q3: 公司主要优势，竞争对手近年来是否有产能扩张

公司优势：（1）上市公司就齐峰一家，作为一家上市公司和非上市公司优势非常明显，包括财务成本，毛利率25%左右，竞争对手的毛利率差10个点、15个点都有。（2）齐峰规模优势还是很明显的，“要挣钱货要全”--客户都希望一站式采购，下游高端客户需要采购质量的稳定性，客户是有粘性的。除非竞争对手的产品和齐峰的价格差距非常大，才有动力去采购其他家的产品。

感觉在行业中盈利好的，能有15%个点毛利率的也就不错了，大多数在十个点左右，甚至个别小的能赚钱就不错了。

产能扩张：产能扩张的也有，夏王有，临安的华锦进行产能置换。

鲁南（县办国营）在十年前和齐峰差不多，十年前夏王更小，但是由于体制的原因，生产线是改造的，后来逐步将装饰纸停掉了，还想搞生活用纸，想做全产业链延伸，和下游客户产生一定竞争，目前产量是排在四五位。

夏王是一个合资企业，可印刷类产品起家，目前在做一些素色类的，其他无纺壁纸、表层耐磨纸没有，属于民营。除了齐峰外，比较大的就是夏王，比鲁南要有竞争力，在可印帅类产品中有竞争力；齐峰是素色类起家，无论是素色和可印刷的，量都是远超过夏王。

每年都有10万多吨的量投放市场，行业需求15%左右在增长，有增有减，比如齐峰2015年中期投产7万吨，齐峰可以占行业增量50%；2016年可转债项目开工建设（齐峰一家45万吨），2017年还会大一些，毕竟开始投产的时候是逐步在增的。

Q4: 未来行业供求关系，为什么行业内其他公司投产较少

感觉未来3年应当处在一个供求相对平衡阶段，肯定不是供过于求状态；夏王、鲁南之所以投放谨慎，相关配套资金是需要1.5-2亿，一般企业负债率在60%-70%左右，贷款需要担保，夏王的那条线还在建设中，6万吨需要2.5亿（加上配套设施）。正常企业能到5%-7%的销售净利润率就不错了，原来夏王在广东市场占到70%，现在只有30%。

Q5: 为什么公司在2014Q3库存这么低？如何看待钛白粉和木浆原料价格走势

Q3库存保持很低，对钛白粉看空；目前买的询价11400元/吨，如果超过5000吨，10600元/吨，其他公司去买不可能这么便宜。一年钛白粉用量6、7万吨，正常情况保持一个月；

目前钛白粉盈利能力也是有高有低，有些小企业是亏本的，受房地产影响非常明显。钛白粉2011年暴涨，导致当前产能供给过剩，目前看，钛白粉加工企业开工率不是很好。除产能扩张比较大以外，钛白粉价格看上游原材料，钛矿价格也在降。

阔叶浆波动不是很大，300-500块钱是有的，每吨3000-4000元；公司阔叶浆和针叶浆都用，2014年用了20多万吨。

总体上感觉2015年产能会进一步释放，15年中期7万吨量出来，原材料的成本优势，原材料价格比2014年还要低。

Q6: 2014年公司毛利率提升的原因：2014年毛利率变化更多的是品种的变化。

表：公司产能情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
国内行业需求规模(万吨)				48.5	53	58.7	69	79	90	100
YOY					9.28%	10.75%	17.38%	14.66%	13.92%	14.44%
国内行业产能规模(万吨)							73	78	83	90
国内行业实际有效供给(万吨)					53.49	58.7	69	74	79	86
齐峰占有率(国内)					29%	31%	32%	36%	41%	45%
公司总体产能(含装饰原纸、表层耐磨纸、无纺壁纸)							27.50	27.50	34.50	39.50
公司总产量,万吨				14.09	15.63	18.15	21.31	25.80	30.30	35.80
竞争对手,万吨										
浙江夏王						11.00				
杭州华锦特种纸有限公司						6.00				
山东鲁南						4.00				
<b>装饰原纸</b>										
销量	7.2	8.0	8.9	12.7	14.1	16.3	19.3	23.8	28.3	33.8
YOY		11.36%	10.70%	42.47%	11.20%	15.74%	18.32%	23.25%	18.91%	19.43%
营业收入(百万)	753	829	846	1,186	1,382	1,516	1,762	2,172	2,582	3,084
YOY		9.99%	2.15%	40.17%	16.46%	9.76%	16.19%	23.25%	18.91%	19.43%
毛利率	14.09%	17.96%	25.07%	21.54%	13.12%	16.98%	20.05%			
<b>装饰原纸中可印刷装饰原纸</b>										
产量										
销量	1.28	1.66	2.00	3.85	5.25	7.56	9.67			
YOY		29.69%	20.48%	92.50%	36.36%	44.00%	27.91%			
营业收入	109	144	171	334	505	661	823			
单价	8,498	8,691	8,547	8,681	9,622	8,745	8,516			
毛利率(%)	2.48%	8.98%	20.55%	21.56%	11.76%	17.74%	20.03%			
<b>装饰原纸中素色装饰原纸</b>										
销量	5.94	6.38	6.90	8.83	8.85	8.76	9.64			

YOY		7.41%	8.15%	27.97%	0.23%	-1.02%	10.05%
营业收入	644	684	675	852	876	855	938
单价	10,850	10,725	9,789	9,650	9,904	9,764	9,735
毛利率(%)	16.05%	19.85%	26.21%	21.53%	13.91%	16.40%	20.06%

**表层耐磨原纸**

市场占有率(国内)								70%		
销量	0.72	0.86	0.99	1.23	1.41	1.53	1.83	2.00	2.00	2.00
YOY		19.44%	15.12%	24.24%	14.63%	8.51%	19.61%			
营业收入(百万元)	104	121	129	161	178	187	222	243	243	243
单价	14,486	14,065	13,002	13,077	12,611	12,247	12,158	12,158	12,158	12,158
毛利率	32.71%	35.89%	35.51%	29.01%	22.43%	27.81%	28.75%			

**壁纸原纸**

国内无纺壁纸供给量(万吨)				3万吨		5万吨	6-7万吨			
国内壁纸市场规模				45		50+				
其中: PVC 市场规模						40				
产量				0.04	0.32	0.75	1.20	1.80	2.50	
营业收入(百万元)	-	-	-	-	9	61	120	168.00	252.00	350.00
单价					21,712	19,121	16,014	14,000	14,000	14,000
毛利率	-	-	-	-	6.65%	30.75%	24.03%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉、杨岚、花小伟，造纸轻工行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

**机构请致电：**

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)