

分析师： 刘俊 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅崧 玺 (8621) 68751310 meiyy@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

POF 热收缩膜行业龙头

事件描述

■ 发行与募投项目

浙江众成公司本次拟向社会公开发行人 2667 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将投资于新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目、年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目和众成包装研发制造中心建设项目。

■ 公司产业链一体化彰显协同效应

公司所属行业为包装用塑料薄膜制造业，公司主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）产品的研发、生产和销售，产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜等 3 大类 8 个系列。作为我国 POF 热收缩膜生产制造行业的领军企业，众成包装以“赢在领先”为发展理念，“高端化、差异化”为经营方针，形成了规模大、性价比高、质量优、品种全、客户质量好、品牌知名度广等诸多竞争优势。我们相信，随着公司募投项目进一步深化开展，公司未来的高速发展是值得期待的。

■ POF 热收缩膜将逐步成为热收缩市场主流

POF 热收缩膜属于功能性、环保型热收缩膜，具有可热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等特点，是国际上最为流行的环保型热收缩包装材料之一。受益于原材料产业的发展、成型技术的进步、环保呼声高涨以及消费需求的扩大，POF 热收缩膜的市场容量发展迅速。预计未来三年，全球 POF 热收缩膜市场将保持年均 6.2% 的增速。快速增长的下游需求市场为 POF 热收缩的发展提供了契机。

■ 盈利预测与申购价格

2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.72 元、1.02 元和 1.29 元。按照 2010 年 35-40 倍市盈率，合理申购价格为 25.20-28.80 元。

事件评论

公司概况：国内第一、全球第二的 POF 热收缩膜行业龙头

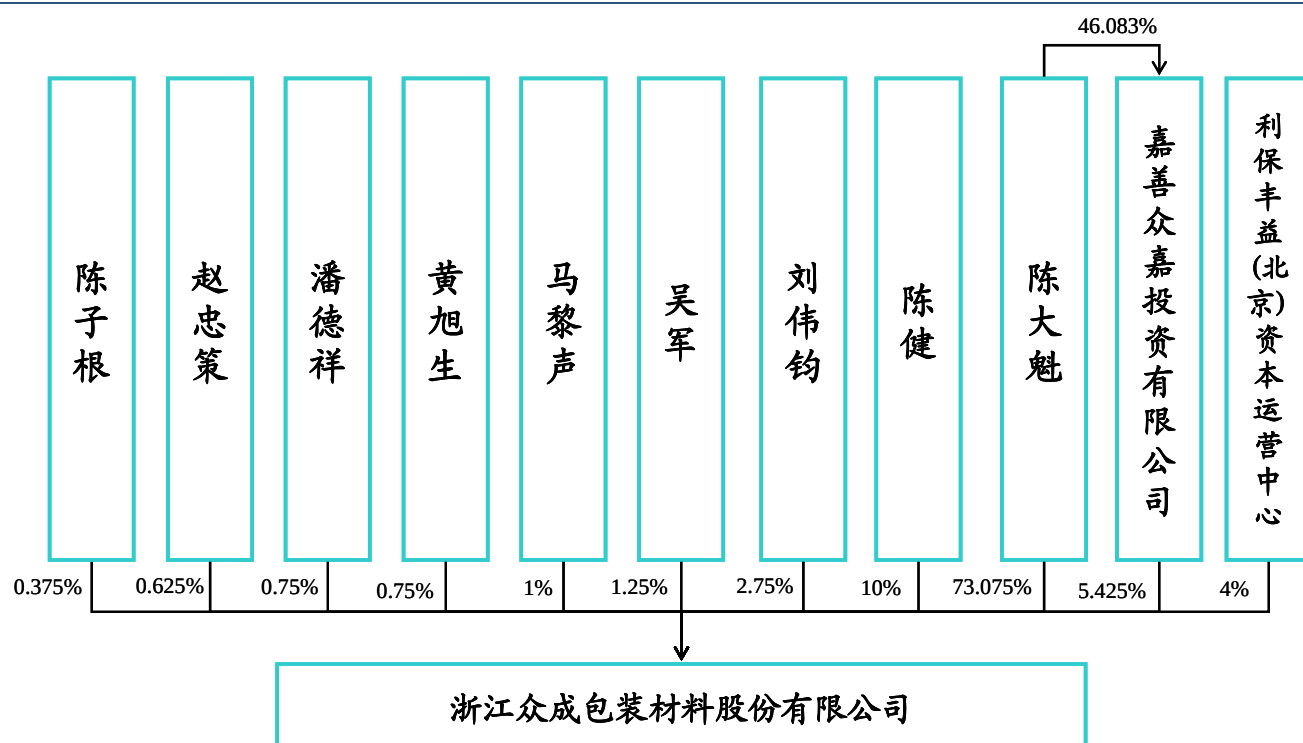
公司所属行业为包装用塑料薄膜制造业，公司主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）产品的研发、生产和销售，产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜等 3 大类 8 个系列。目前，产品国内市场占有率为 12.01%，位居行业第一；全球市场占有率为 5.36%，全球同行业第二

位。作为我国 POE 热收缩膜生产制造行业的领军企业，公司以“赢在领先”为发展理念，“高端化、差异化”为经营方针，形成了规模大、性价比高、质量优、品种全、客户质量好、品牌知名度广等诸多竞争优势。公司产品下游应用市场主要集中在消费类行业，未来依托消费需求的增长，公司产品销售市场的同步快速增长前景看好。我们相信，随着公司募投项目进一步深化开展，公司未来的高速发展是值得期待的。

股权结构

浙江众成本次拟发行普通股 2667 万股，发行后总股本 10667 万股。发行前，公司董事长兼总经理陈大魁先生通过直接持有及间接持有嘉善众嘉投资有限公司 46.083% 的股权合计共持有公司 73.075% 的股份，是公司的实际控制人。此外，公司另有 2 名法人股东与 8 名自然人股东，其中公司董事长陈大魁与陈健为父子关系。

图 1：浙江众成股权结构图



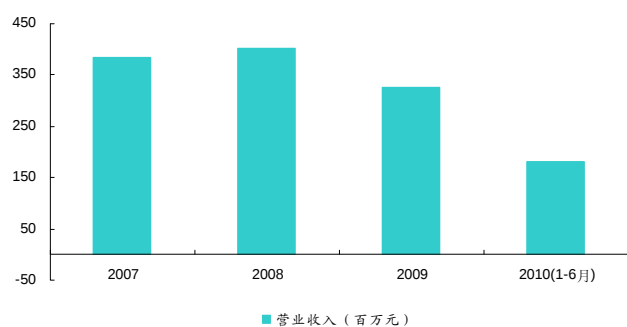
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营情况稳步上升

公司营业收入从 2007 年的 3.84 亿元达到 2009 年的 3.23 亿元，年复合增长率-7.89%；营业利润从 2007 年的 3636 万元达到 2009 年的 6640 万元，年复合增长率 35.14%；净利润从 2007 年的 1551 万元达到 2009 年的 4900 万元，年复合增长率 77.74%；毛利率逐年增长，从 2007 年的 17.72%达到 2009 年的 32.11%。

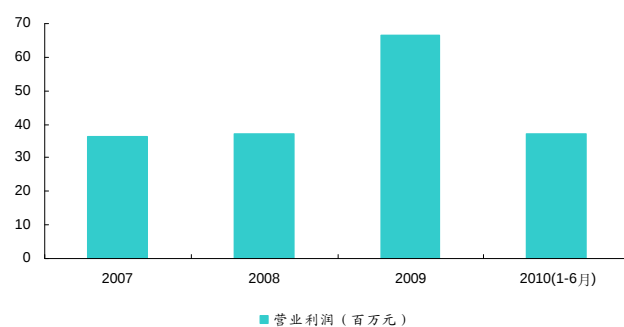
图 2：近四年公司营业收入变化（百万元）

图 3：近四年公司营业利润变化（百万元）



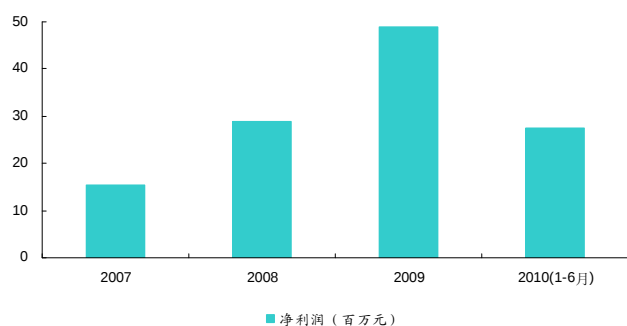
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 近四年公司净利润变化 (百万元)

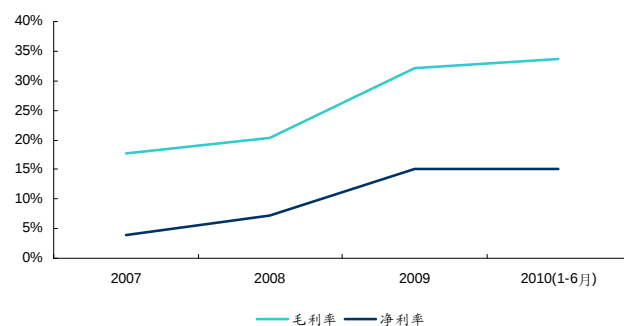


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 近四年公司毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部



资料来源：公司公告，长江证券研究部

行业分析：POF 热收缩膜将逐步成为热收缩市场主流

POF 热收缩膜市场规模快速发展

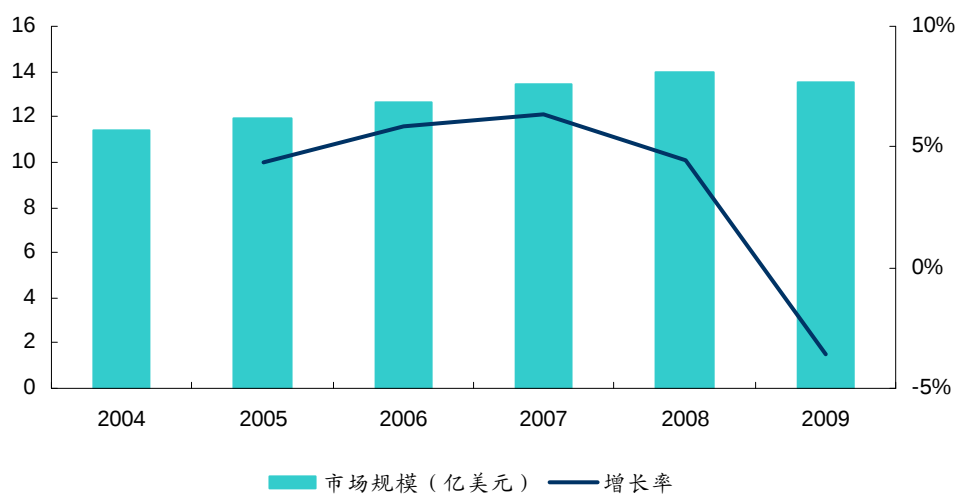
POF 热收缩膜属于功能性、环保型热收缩膜，具有可热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等特点，是国际上最为流行的环保型热收缩包装材料之一。受益于原材料产业的发展、成型技术的进步、环保呼声高涨以及消费需求的扩大，POF 热收缩膜的市场容量发展迅速。预计未来三年，全球 POF 热收缩膜市场将保持年均 6.2% 的增速。快速增长的下游需求市场为 POF 热收缩的发展提供了契机。

表 1: 2009 年中国热收缩膜市场结构域

类型	市场容量 (万吨)	市场规模 (亿元)	市场规模占比
标签热收缩膜	-	37.9	47.4%
PE 热收缩膜	20	28.0	35.0%
POF 热收缩膜	5.3	10.2	12.8%
PVC 热收缩膜	20	2.4	3.0%
PVDC 热收缩膜	0.1	1.2	1.5%
其他	-	0.3	0.4%
合计	-	80.0	100.0%

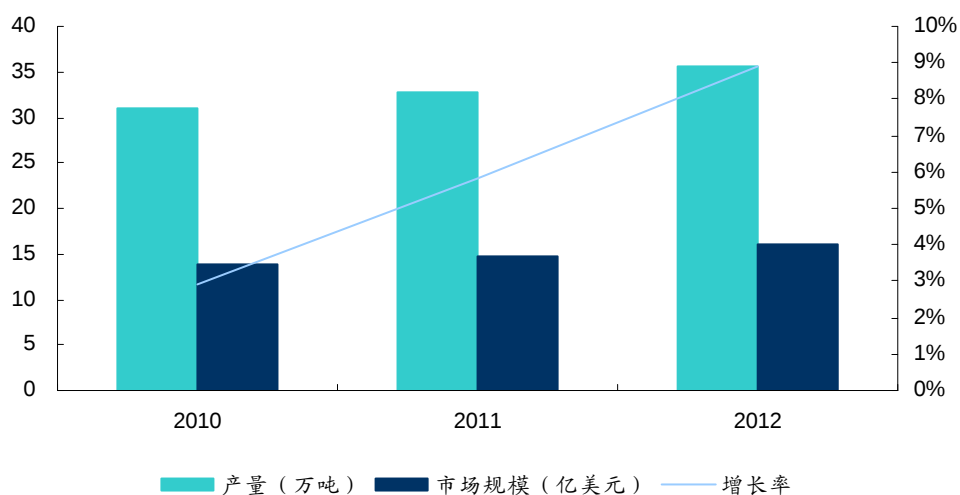
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 10: 我国杀菌剂、杀虫剂、除草剂产量逐年增长 (万吨)



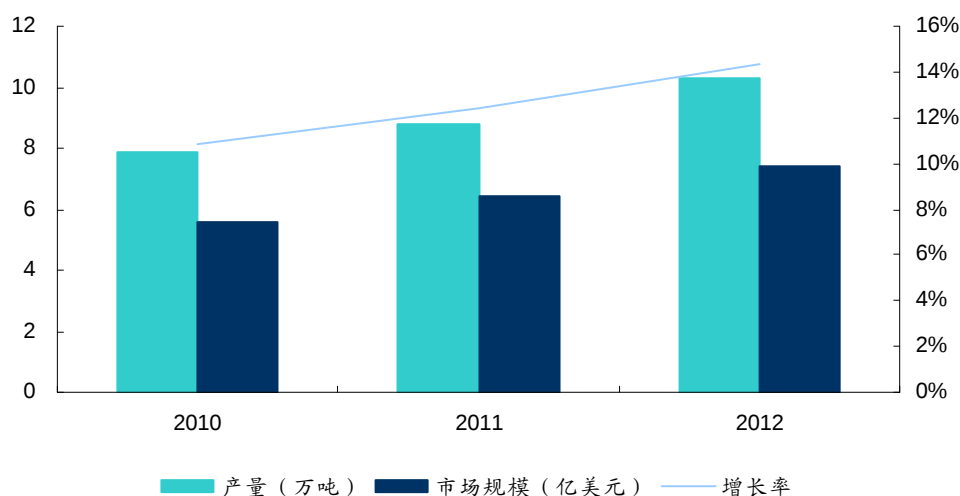
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 11: 全球 POF 热收缩膜产量与市场规模预测



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 11: 中国 POF 热收缩膜产量与市场规模预测



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

塑料包装薄膜行业是我国产业政策鼓励发展的行业

目前，虽然我国还未有专门针对塑料包装薄膜制造业的立法和法规体系，行业内的企业在日常经营中主要根据《环境保护法》、《固体废物污染环境防治法》等法律开展生产活动。同时，由于塑料包装与国民经济的发展及人民生活息息相关，因此，国家出台了多个行业政策，从而为我国塑料包装薄膜行业的发展创造了良好的政策环境。

表 1：国家对塑料包装薄膜行业相关的法律法规与产业政策

时间	政策	内容
2005	《产业结构调整指导目录（2005 年）》	其中“九、化工”之“7、新型生物化工产品、专用精细化学品和膜材料生产”以及“十六、轻工”之“10、新型、生态型（易降解、易回收、可复用）包装材料研发、生产”为鼓励类项目。
2005	《塑料包装材料“十一五”发展规划》	“十一五”期间，塑料包装材料行业应重点发展以下产品：大力调整双向拉伸薄膜的产品结构，发展功能性特种薄膜，采用新技术发展 PVDC、PVA、EVOH 等高阻隔性薄膜；发展绿色软包装复合膜袋，开发新型无毒黏合剂、无毒油墨，发展无溶剂复合工艺，使之符合食品包装卫生性和安全性；大力发展多层共挤技术设备，提高多层共挤薄膜的比重，以适应包装市场的需求；开发薄壁技术，发展薄壁瓶和薄壁容器；研发防伪包装技术，发展新型热收缩薄膜。
2005	《中国包装行业“十一五”规划纲要》	保证直接关系公共安全、人体健康、生命财产安全的重要工业产品的质量安全。
2005	《财政部关于包装行业高新技术研发资金有关问题的通知》	调整农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。鼓励发展高效、低毒、环境友好型的农药品种。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司分析：POF 热收缩膜行业龙头

公司核心业务稳定增长

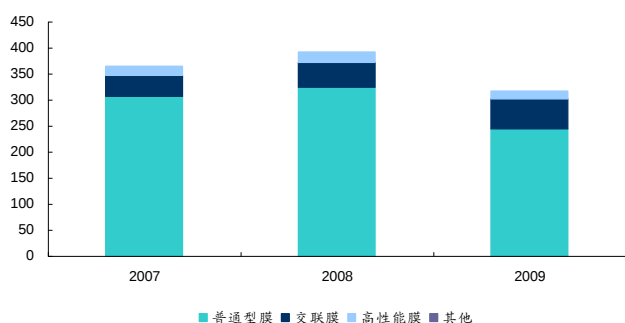
公司所属行业为包装用塑料薄膜制造业，公司主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）产品的研发、生产和销售，产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜等 3 大类 8 个系列。目前，产品国内市场占有率为 12.01%，位居行业第一；全球市场占有率为 5.36%，全球同行业第二

位。

从主营产品的营业收入占比来看，普通型膜一直是公司的主营业务，但近 3 年比例略有下降，到 2009 年其占比仍达到 76.7%，而交联膜销售业务占比则开始逐渐上升，到 2009 年其占比达到了 18.58%，另外，高性能膜占比则相对一直保持稳定，占比维持在 4%~5%之间。

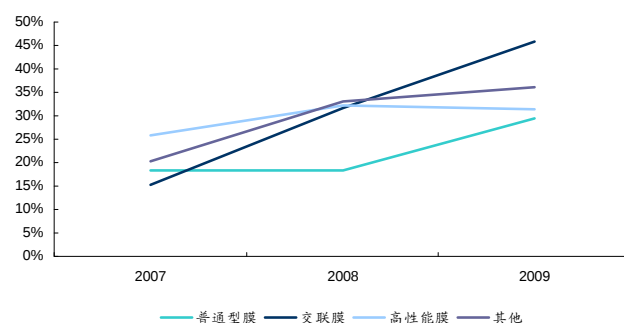
从产品毛利率的角度来看，公司的主营业务综合毛利率逐年增长，2007 年至 2009 年从 17.7%上涨至 32.1%，其中交联膜的毛利率增长最为迅速，而普通型膜和高性能膜增长相对稳定。

图 12：近三年公司主营构成按产品分类（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：近三年公司主要产品毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

综合性优势彰显公司核心竞争力

作为我国 POF 热收缩膜生产制造行业的领军企业，公司以“赢在领先”为发展理念，“高端化、差异化”为经营方针，形成了规模大、性价比高、质量优、品种全、客户质量好、品牌知名度广等诸多竞争优势。公司产品下游应用市场主要集中在消费类行业，未来依托消费需求的增长，公司产品销售市场的同步快速增长前景看好。我们认为，公司的综合性优势必将尽享未来农药行业迅速发展的广阔空间。

公司一直坚持开发高端化、差异化产品，在国内率先开发出 POF 交联热收缩膜等高端产品，三大类八个系列产品中六个系列产品国内也只有公司才能生产，牢牢占据国内高端市场，其行业龙头地位稳定。公司的核心技术优势主要体现在核心设备自主研发制造能力、技术创新以及新产品研发等多个方面。长期以来公司在设备自主研发投入大量资金和人力，获得引以为自豪的成绩，产品的成品率大幅提高，产品的毛利率同步攀升，并以此奠定了在行业中的领军企业的地位，构筑了很强的行业技术壁垒。

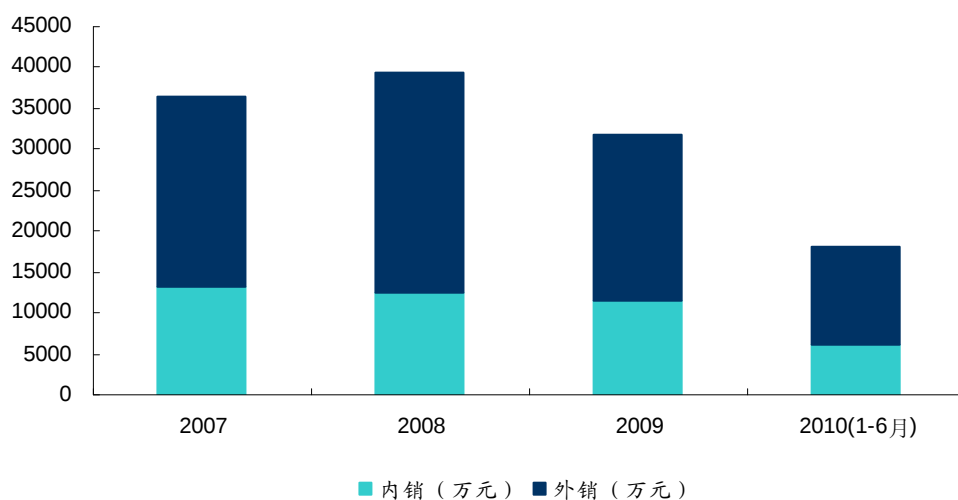
目前公司客户遍及世界各大洲 50 多个国家，拥有 1500 多家稳定客户，而且新增客户以每年 10% 左右幅度增加。完善稳定的销售网络为公司未来产能消化以及市场占有率的提高打下了良好的基础。公司在完善销售网络的同时，努力实现服务升级，现在正在为国内直销客户提供全方面的整体包装解决方案，其内容包括设备采购、针对性产品开发、产品使用培训，售后服务跟踪等，并以此获得了客户的广泛认可，为实现直销收入较大幅度的增长和毛利率水平的提高开辟了一条新的道路。

表 1：国家对塑料包装薄膜行业相关的法律法规与产业政策

排名	公司	POF 膜产量（吨）	全球市场份额
1	希悦尔	约 60000	约 20%
2	浙江众成	约 18000	约 6%
3	BOLLORE	约 12000	约 4%
4	BEMIS CLYSAR	约 10000	约 3%

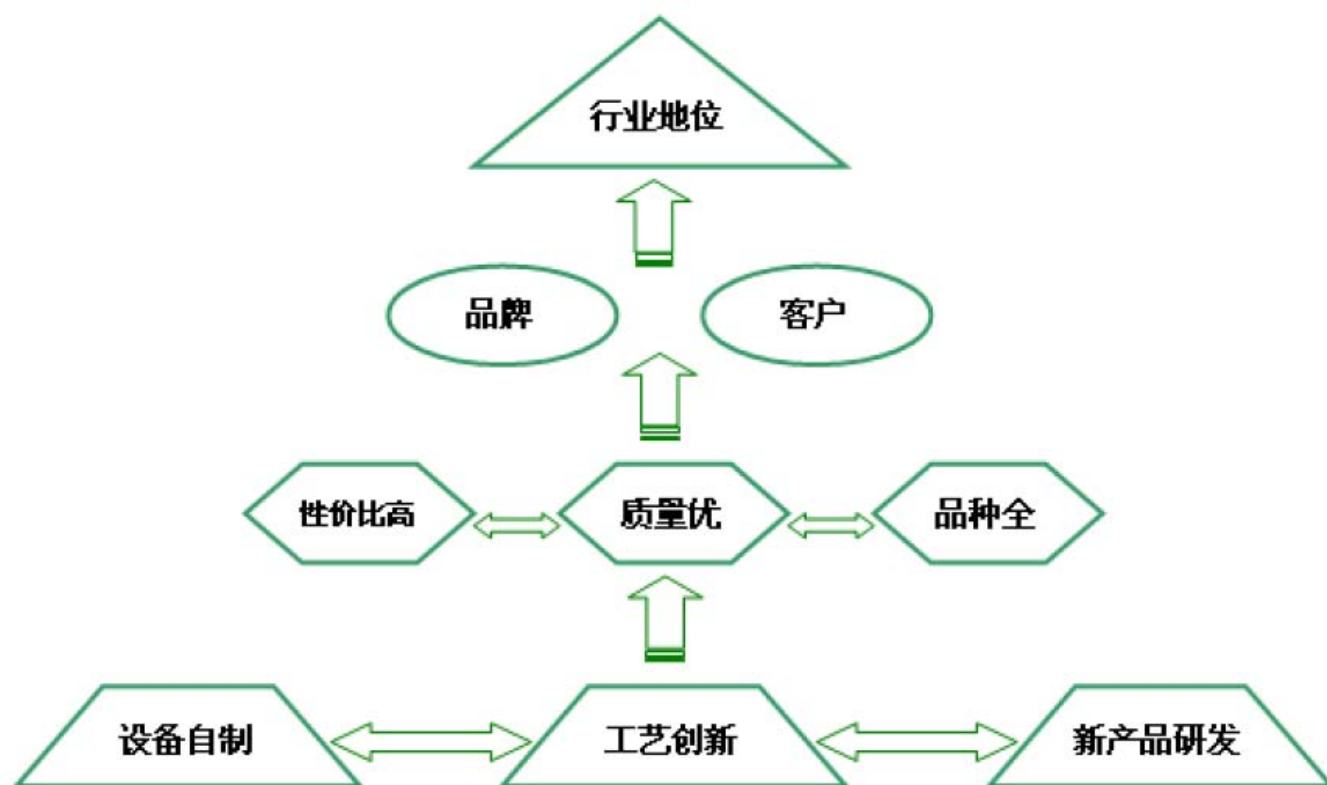
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 14: 公司竞争优势示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 14: 公司竞争优势示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行2667万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将投资于新型3.4 米聚烯烃热收缩膜

生产线项目、年产2,000吨印刷膜生产线建设项目和众成包装研发制造中心建设项目，预计总投资2.94亿元。

表 4： 公司募投项目资金使用情况 单位：万元

项目名称	建设周期	总投资	预计年营业收入	预计年利润总额
新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目	3 年	21134	21150	4385
年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目	2 年	4112	12850	1050
众成包装研发制造中心建设项目	1.5 年	4180	-	-
合计	-	29426		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.72 元、1.02 元和 1.29 元。按照 2010 年 35-40 倍市盈率，合理申购价格为 25.20-28.80 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	326	391	472	553	货币资金	132	329	172	387
营业成本	221	251	286	323	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	105	140	186	231	应收账款	31	37	45	53
% 营业收入	32.1%	35.8%	39.3%	41.7%	存货	47	54	61	69
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	2	3	3	4
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	12	12	14	17	流动资产合计	213	423	282	513
% 营业收入	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	20	24	28	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5	3	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.7%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	205	640	902	822
资产减值损失	-3	0	0	0	无形资产	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	69	103	146	184	其他非流动资产	-38	-38	-38	-38
% 营业收入	21.2%	26.4%	30.9%	33.3%	资产总计	388	1030	1152	1302
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	165	0	0	0
利润总额	66	103	146	184	应付款项	45	51	58	65
% 营业收入	20.2%	26.4%	30.9%	33.3%	预收账款	4	4	5	6
所得税费用	17	26	37	47	应付职工薪酬	3	3	3	4
净利润	49	77	109	137	应交税费	7	10	15	18
归属于母公司所有者的净利润	49.0	76.9	108.6	137.1	其他流动负债	3	3	3	4
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	226	71	84	97
EPS (元/股)	0.46	0.72	1.02	1.29	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	102	119	178	219	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	226	71	84	97
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	162	959	1068	1205
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-21	-474	-335	-6	股东权益	162	959	1068	1205
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	388	1030	1152	1302
投资活动现金流净额	-21	-474	-335	-6	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	720	0	0	EPS	0.459	0.721	1.018	1.285
银行贷款增加 (减少)	37	-165	0	0	BVPS	2.03	11.99	10.01	11.30
筹资成本	4	-3	1	1	PE	0	0	0	0
其他	-6	0	0	0	PEG	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	35	552	1	1	PB	0	0	0	0
现金净流量	116	197	-157	215	EV/EBITDA	0	0	0	0
					ROE	30.2%	8.0%	10.2%	11.4%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理（8621）68751003	13917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理（8621）68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理（0755）82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理（0755）82750396	15818552093	shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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。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。

本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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。