

浙江众成(002522)

浙江众成新股定价报告

发行价格： 预计 23.46-28.98 元

2010.11.29

✍	任宪功	康凯
☎	86-10-5836 2782	86-22-2845 1653
SAC 执业证书编号	S1150210070003	
✉	renxg@bhq.com	kangkai@bhq.com

- 核心观点：**
- 行业内规模、技术领先企业
 - 竞争优势明显，发展潜力巨大

投资要点：

● POF 热收缩膜全国第一、全球第二

公司是我国最早进入 POF 热收缩膜生产领域的企业之一，经过多年的发展，公司已成为我国最大的 POF 热收缩薄膜生产企业，目前的年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，排名国内同行业第一位；全球市场占有率为 5.36%，占据全球同行业第二位，行业地位突出，规模优势明显。

● 公司主营业务发展态势良好

- 高端产品销售收入、毛利占比逐年提升
- 综合毛利率逐年提升
- 外销销售贡献最大，内销中直销比例显著提升
- 成本转嫁能力和议价能力较强

● 公司竞争优势及发展潜力显著

- 行业龙头、规模优势明显
- 设备自制化水平高，产品性价比优势明显
- 优质客户不断增加
- 我国 POF 热收缩膜市场增长迅速

● 募投项目顺利投产可提升公司盈利能力，提高公司竞争力

● 业绩预测

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.94 元和 1.14 元。

● 定价分析

我们认为给予公司 2010 年 EPS0.69 元/股 34--42 倍 PE 较为合理，对应合理价值区间为 23.46—28.98 元。

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	20.42%	32.11%	33.80%	35.26%	37.17%
ROE(%)	25.56%	30.18%	31.11%	29.80%	26.54%
ROIC (%)	13.80%	16.16%	29.46%	26.27%	23.24%
PE	71.81	42.45	37.83	27.73	22.87
PB	18.35	12.81	11.77	8.26	6.07
EV/EBITDA	36.82	24.49	23.20	18.40	14.71

关键数据

预计发行价 26 元

股本数据

A 股发行股数 2667 万股

发行后总股本 1.0667 亿股

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	19	132	312	396	489	营业收入	401	326	382	448	509
应收票据	0	0	52	61	70	营业成本	319	221	253	290	320
应收账款	22	31	36	43	49	营业税金及附加	2	2	2	3	3
预付款项	4	2	3	3	3	销售费用	19	12	14	17	19
其他应收款	0	0	0	0	0	管理费用	16	19	17	20	23
存货	61	47	12	14	16	财务费用	5	5	4	1	2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	120	157	-285	-269	-244	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	40	5	18	29	39	营业利润	37	66	92	118	143
工程物资	4	5	5	5	5	营业外收支净额	2	-1	0	0	0
无形资产	6	6	10	14	18	税前利润	39	66	92	118	143
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	10	17	18	18	21
资产总计	278	388	164	296	445	净利润	29	49	73	100	121
短期借款	129	165	0	0	0	归属于母公司的净利润	29	49	73	100	121
应付票据	0	5	6	7	8	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	22	39	37	43	43	基本每股收益	0.36	0.61	0.69	0.94	1.14
预收款项	2	4	5	7	10	稀释每股收益	0.36	0.61	0.69	0.94	1.14
应付职工薪酬	2	3	3	3	3	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	5	7	300	300	300	成长性					
其他应付款	4	2	2	2	2	营收增长率	4.6%	-18.9%	17.4%	17.2%	13.7%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	19.8%	58.2%	34.5%	24.0%	22.0%
长期借款	0	0	24	48	71	净利润增长率	86.7%	69.2%	49.6%	36.5%	21.2%
负债合计	165	226	378	410	438	盈利性					
股东权益合计	113	162	236	336	457	销售毛利率	20.4%	32.1%	33.8%	35.3%	37.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	7.2%	15.0%	19.2%	22.3%	23.8%
净利润	29	49	73	100	121	ROE	25.6%	30.2%	31.1%	29.8%	26.5%
折旧与摊销	15	15	12	13	16	ROIC	13.80%	16.16%	29.46%	26.27%	23.24%
经营活动现金流	-13	102	360	105	126	估值倍数					
投资活动现金流	-39	-21	-35	-45	-55	PE	71.8	42.5	37.8	27.7	22.9
融资活动现金流	41	35	-145	23	22	P/S	5.2	6.4	7.3	6.2	5.4
现金净变动	-11	116	180	83	93	P/B	18.35	12.81	11.77	8.26	6.07
期初现金余额	23	19	132	312	396	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	12	135	312	396	489	EV/EBITDA	36.8	24.5	23.2	18.4	14.7

1 公司概况

1.1 POF 热收缩膜全国第一、全球第二

公司作为我国 POF 热收缩膜生产制造行业的领军企业，主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——POF 热收缩膜的研发、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，是全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一。长期以来，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。

公司是我国最早进入 POF 热收缩膜生产领域的企业之一，经过多年的发展，公司已成为我国最大的 POF 热收缩薄膜生产企业，目前的年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，排名国内同行业第一位；全球市场占有率为 5.36%，占据全球同行业第二位，行业地位突出，规模优势明显。

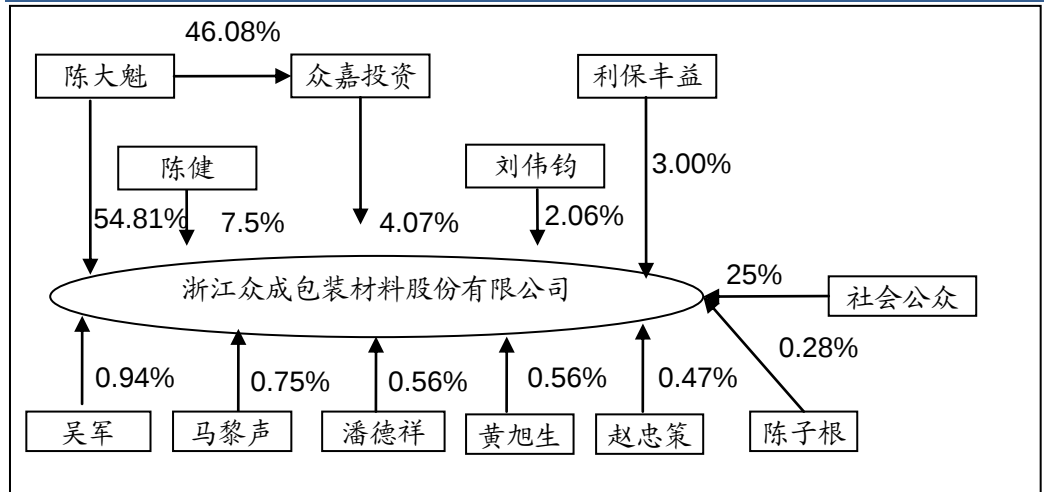
作为我国 POF 热收缩膜行业的领跑者，公司长期以来一直注重自主创新能力的培育，形成了相对成熟的持续创新机制，在工艺创新方面取得了较大成就，自主研发的热辊预定型技术、三泡法热收膜生产技术解决了收缩率和收卷张力等行业难题，形成了一批技术含量较高的非专利技术。2007 年，公司被科学技术部火炬高新技术产业开发中心认定为国家火炬计划重点高新技术企业；至 2009 年，公司 8 项产品被浙江省科技厅认定为省高新技术产品。

公司拥有卓越的品牌优势，在行业内拥有良好的声誉，所使用的“”商标，在国内外客户中享有较高的品牌知名度和美誉度。目前，公司产品销售中 50%左右使用自有品牌，其中销往德国、比利时、意大利、荷兰等高端市场的产品均使用“”商标。

1.2 家族企业管理

发行前公司总股本为 8000 万股，本次发行 2667 万股，发行后公司总股本为 1.0667 亿股。发行前后，实际控制人均为以陈大魁为主的陈氏家族（陈健为陈大魁之子，陈大魁还持有本公司股东嘉善众嘉投资有限公司 46.083%的股权）。因此发行后，陈氏父子合计控制公司发行后总股本的 66.374%。

图 1: 发行后浙江众成股权结构图



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

2 公司主营业务分析

2.1 高端产品销售收入、毛利占比逐年提升

从公司近几年主要产品的销售情况来看，POF 普通膜是公司目前销售收入占比和销售毛利占比最高的品种，但是其占比呈逐年下降的态势。同时，公司的高端产品（POF 交联膜和 POF 高性能膜）销售收入和毛利占比却是逐年提高的，至 2010 年上半年，POF 交联膜和 POF 高性能膜合计为公司贡献了 34.13% 的主营业务毛利。这种好的变化趋势源自于公司采取的不断优化产品结构，提升高技术含量、高附加值产品比重的经营战略。未来几年，在现有产能的基础上，伴随着产品结构的进一步优化，高端产品对公司利润贡献的比例将继续增加。

图 2: 主营业务销售收入构成及变化趋势（万元）

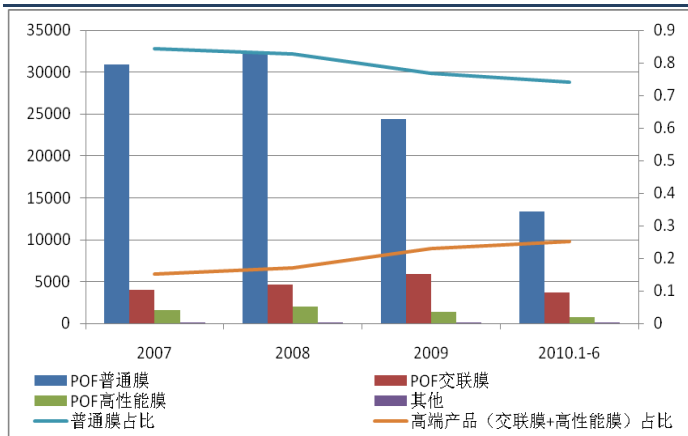
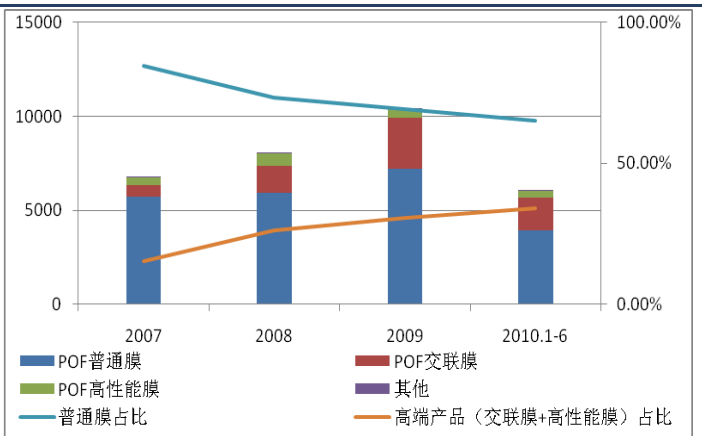


图 3: 主营业务毛利构成及变化趋势（万元）



数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

公司的产品综合产销率近几年一直保持在 100% 的高位运行状态，产品销售不成问题，与此同时，公司主要产品的价格运行平稳，盈利情况良好。

图 4: 产品产销率变化趋势

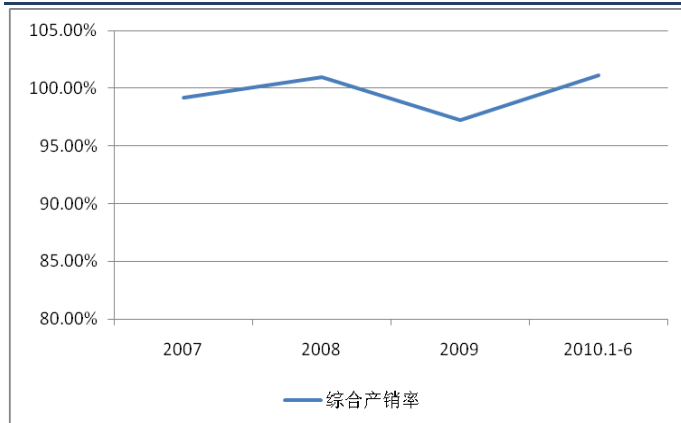
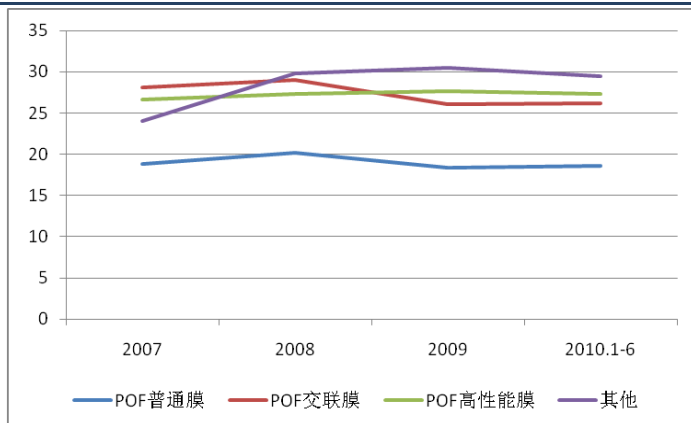


图 5: 主要产品价格变化趋势 (元/千克)



数据来源: 招股说明书 渤海证券研究所

2.2 综合毛利率逐年提升

公司盈利能力呈逐年增长趋势的主要原因在于毛利率逐年提高。报告期内, 公司综合毛利率分别为 17.72%、20.42%和 32.11%、33.57%, 尤其是 2009 年, 公司综合毛利率较 2008 年大幅提高 11.69 个百分点。而毛利率提高的原因有两个: 一是高附加值产品销售量的增加优化了公司产品结构, 提升了综合毛利率。二是公司通过改进设备和工艺实现了主要产品成品率的不断提高, 从而降低了单位成品原材料的消耗量, 提升了公司产品综合毛利率。

图 6: 主要产品及综合毛利率变化趋势

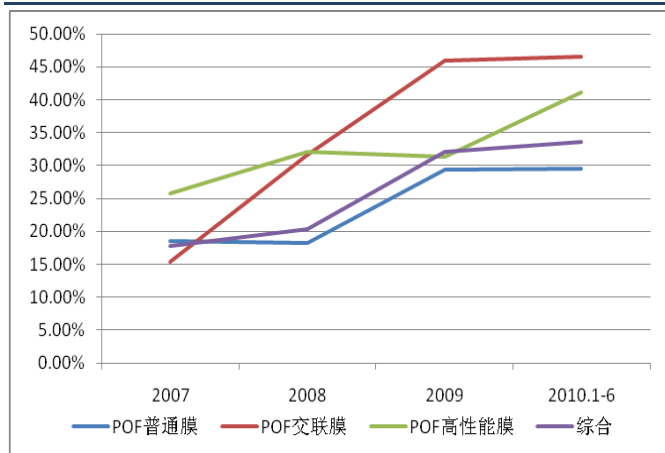
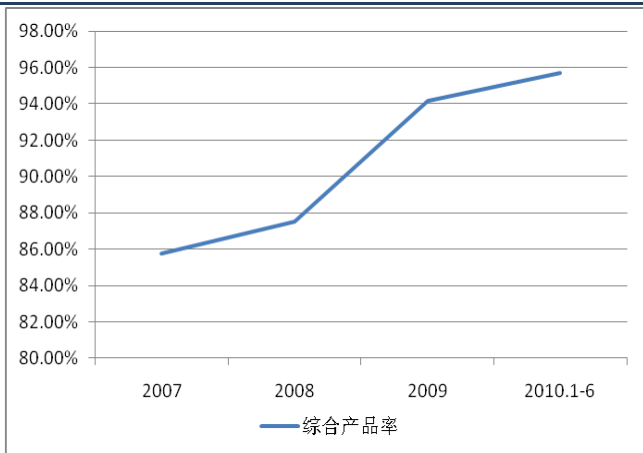


图 7: 公司产品综合成品率变化趋势



数据来源: 招股说明书 渤海证券研究所

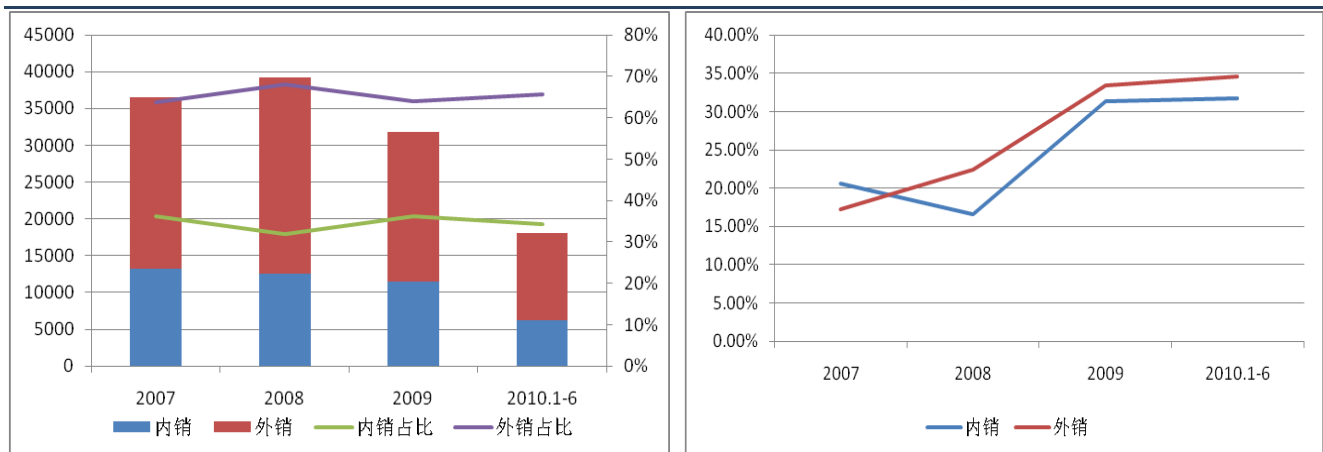
2.3 外销销售贡献最大, 内销中直销比例显著提升

公司作为我国 POF 热收缩膜生产制造行业的领军企业, 以“赢在领先”为发展理念, 并始终坚持贯彻“高端化、差异化”经营方针。由于外销毛利率明显高于内销, 在销售方面公司加大了对欧美高端市场的开拓力度, 2009 年虽因金融危机影响, 外销比例相比 2008 年有所降低, 但整体来看, 国外高端市场仍是公司产品的主要销售市场, 外销比例平均为 65%左右。从细分产品来看, 普通型膜的内外销比例较为接近, 基本保持在 4: 6 的水平, 交联膜和高性能膜等高端产品则

主要销往国外，其中交联膜内外销比例约为 2: 8，高性能膜内外销比例约为 1: 9。

图 8: 主营业务收入内外销构成及变化情况 (万元)

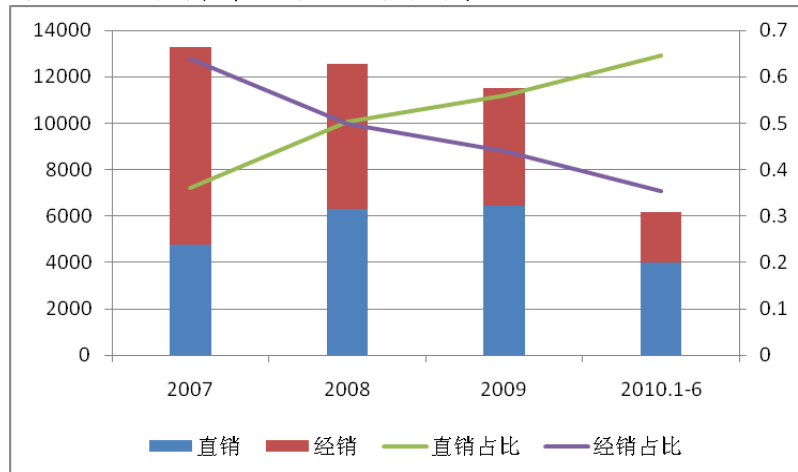
图 9: 内外销毛利率变化情况



数据来源: 招股说明书 渤海证券研究所

在境内销售方面，公司同时采取直销和经销两种模式。近几年公司境内销售中直销比例逐年提高，由 2007 年的 36.00% 提高至 2010 年上半年的 65%，由于直销毛利率高于经销，公司直销收入的增加将导致公司综合毛利率的提高，这也是公司未来销售工作中明确的努力方向，也必将成为公司提升盈利能力的重要手段之一，公司表示未来将把国内直销的比例由目前的 65% 左右提高到 90% 左右。

图 10: 境内销售中直销与经销构成情况



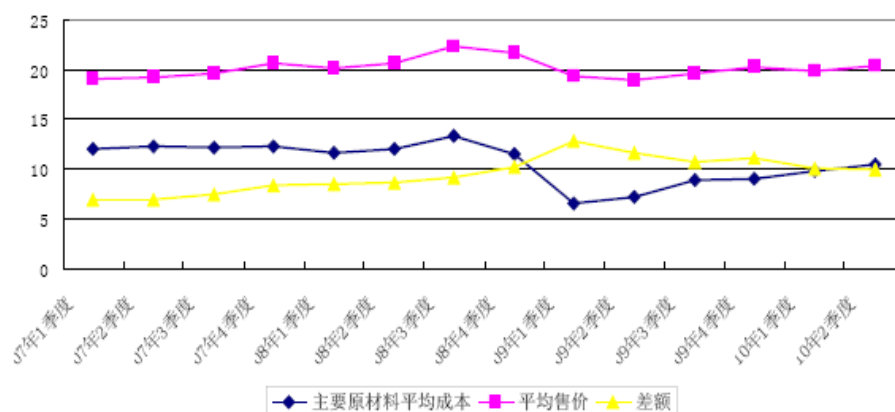
数据来源: 招股说明书 渤海证券研究所

2.4 成本转嫁能力和议价能力较强

公司作为我国 POF 热收缩膜行业的龙头企业，具备较强的成本转嫁能力和议价能力。在 2007 年—2008 年上半年原材料价格上升阶段，公司平均售价增幅基本能够覆盖平均原材料成本增幅；在 2008 年下半年至 2009 年初原材料价格下降阶段，公司平均售价降幅远小于平均原材料成本降幅。较强的议价能力保障了公司收入成本报告期内“剪刀差”稳中有升。2010 年上半年，公司原材料价格有所回升，公司亦同步提高了产品售价，主营业务毛利率继续增长，达到 33.61%。

同时，公司下游客户产品包装占总成本的比例很低，对 POE 热收缩膜价格不太敏感，同时出于对生产工艺调整、生产工艺参数设置、产品质量稳定性以及长期稳定合作关系等方面的考虑，一般不会随意更换供应商。加之公司产品的质量、品牌、信誉和市场地位，公司具有较强的议价能力，能保证公司销售部门较好地执行公司经测算制定的参考价格，保证公司在销售价格波动的情况下仍能保证持续盈利能力。

图 11：公司主要原材料价格及产品平均售价变动情况



数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

3 公司竞争优势及发展潜力分析

3.1 行业龙头、规模优势明显

POF 热收缩膜行业是典型的技术密集、资金密集型行业，具有明显的规模经济特征。在当前高油价的背景下，规模小、资金实力弱的热收缩膜制造企业很难生存与发展。

公司是作为我国最大的 POF 热收缩薄膜生产企业，产能和市场占有率稳居国内第一位；全球市场占有率为 5.36%，占据全球同行业第二位，公司的行业地位突出，规模优势十分明显。

表1：我国POF热收缩膜行业主要企业梯队划分

梯队	代表企业	主要特征
第一梯队	本公司	——目前 POF 热收缩膜年生产能力为 2.1 万吨，综合实力较强 ——有出口业务，国外市场普遍集中在欧美和东南亚 ——内销主要集中在大客户，产品在全国范围销售
第二梯队	深圳聚银、义乌望江等	——生产规模居中，在 3,000 吨到 1 万吨 ——部分企业有少量出口业务 ——客户比较稳定，POF 普通型膜产品销售为主
第三梯队	微山恒瑞等众多小企业和市场新进入者	——受制于资本或者需求限制，企业规模一般较小，但在开拓客户方面也已经具有成熟的模式，正在不断扩大生产规模寻找国内外客户，年产量不足 3,000 吨

资料来源：招股说明书 渤海证券研究所

3.2 设备自制化水平高，产品性价比优势明显

公司研发并自制了多条生产线及生产设备，其中聚烯烃热收缩膜生产线、电子束交联塑料管膜多管导向装置等 8 项设备方面的研发成果更获得了国家专利。

目前，公司 15 条聚烯烃热收缩膜生产线全部为自主研发、制造。通过设备研发及自制，公司不仅大幅降低了设备采购成本（设备自制成本仅为购买成本的 50% 左右），更结合产品配方、技术参数等要求，将设备和工艺紧密结合，大幅提高了产品成品率和生产效率，降低了产品成本。目前公司产品综合成品率由 2007 年的 85.74% 提高到 95.69%，2009 年公司人均产出也比 2007 年提高了 47.51%。目前，公司产品价格比美国希悦尔公司和法国 BOLLORÉ 公司的同类产品低 30% 左右，产品性价比优势明显。

3.3 优质客户不断增加

公司自成立以来，一直注重产品品质提升及新产品研发，使公司在技术方面的优

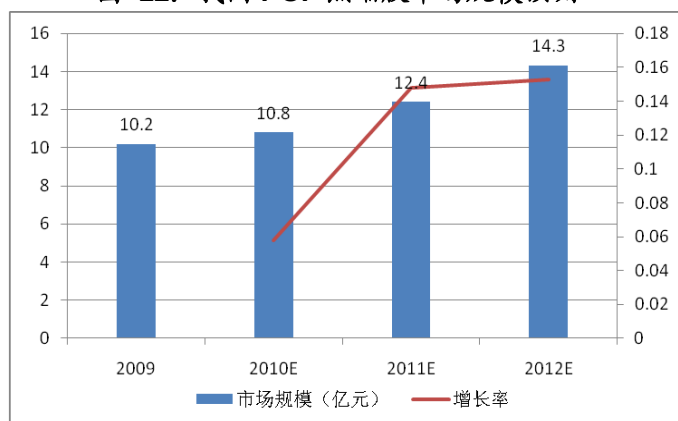
势日益凸显，加上卓有成效的营销工作，2009 年，公司成功开拓了如伊利、喜之郎、雀巢公司、旺旺集团、诺基亚、苏州维信、上海印钞有限公司、北京中科彩等多家优质客户。

另外，公司正在加强与宝洁公司、联合利华、卡夫、达能、中国福利彩票、日清食品、北京印钞有限公司等客户的联系，力争 2010 年进入上述公司的采购体系。同时，公司正加强非食品类优质客户的开拓力度，不断增加公司优质客户的数量和范围，以进一步提高全球市场占有率。

3.4 我国 POF 热收缩膜市场增长迅速

以食品、饮料、药品、日用品等为代表的终端消费品是目前应用 POF 热收缩膜包装材料的主要产品。受益于中国经济持续快速的发展所带来的消费升级，在现有应用领域高速发展、新的应用范围不断拓展以及对其他热收缩膜产品逐步替代的背景下，我国 POF 热收缩膜仍有相当大的市场空间。未来三年，中国 POF 热收缩膜市场将保持年均 13.4% 的增速，高于全球增长速度。到 2012 年，预计中国 POF 热收缩膜市场规模将达到 14.3 亿元。到 2015 年，预计中国 POF 热收缩膜市场规模将达到 18 亿元，产量将达到 14 万吨，到 2020 年，预计中国市场规模将达到 33 亿元，产量将达到 23 万吨。

图 12：我国 POF 热缩膜市场规模预测



数据来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

4 募集资金项目分析

表 2：本次募集资金投资项目具体情况

序号	项目名称（简称）	投资总额	其中：		建设周期（年）
			固定资产	流动资金	
1	3.4 米线项目	21,133.50	17,633.50	3,500.00	3
2	印刷膜生产线项目	4,112.50	3,312.50	800.00	2
3	研发制造中心项目	4,180.00	3,980.00	200.00	1.5
	合计	29,426.00	24,926.00	4,500.00	-

数据来源：招股说明书，渤海证券研究所

本次公开发行募集资金在扣除发行费用后，将按照上表项目轻重缓急顺序投入到三个项目：“3.4 米线项目”、“印刷膜生产线项目”和“研发制造中心项目”。

第一个项目将建设 6 条采用“三泡法五层共挤”生产工艺的新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线，达产后每年将新增 9,000 吨 POF 热收缩膜成品的设计产能，以满足未来国内外市场的需求。其中，普通型膜新增产能 4,500 吨，交联膜新增产能 4,000 吨，高性能膜新增产能 500 吨。该项目的建设将有助于公司生产厚度最薄达 7.5 微米的 POF 热收缩薄膜，能够更好地满足客户的需求，也符合包装材料轻薄化的发展趋势和节约用材的环保理念。同时，该项目还能够有效提高产品成品率和生产效率，减少边角废料损耗比例，降低单位生产成本，从而提高公司的盈利水平，巩固提升公司的核心竞争力和行业龙头地位。该项目达产后，预计年新增销售收入 21,150 万元，净利润 4,384.64 万元。

第二个项目是年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目，实施该项目可以为客户提供更为多样化的产品与服务，实现公司 POF 热收缩膜生产环节的纵向一体化，增强公司的业务承接能力，进而实现公司从单一的产品生产企业向整体包装解决方案提供商的转变。该项目达产后将年新增销售收入 12,850 万元，净利润 1,050 万元。

第三个项目是研发制造中心建设项目。作为全球 POF 热收缩膜行业的龙头企业，公司未来发展目标是成为全球领先的热收缩膜制造商和热收缩膜整体包装解决方案提供商。公司研发制造中心的建设，一方面可以强化公司高档产品的研发、生产与销售，使企业更充分的参与国际竞争，拉近公司与希悦尔公司等国际领先者的差距。另一方面研发制造中心可以为公司 3.4 米线项目、印刷膜建设项目提供技术支持，争取尽快实现全球领先的热收缩膜制造商和热收缩膜整体包装解决方案提供商的发展目标。

5 盈利预测

5.1 盈利预测假设

- 1) 公司各主要产品销量增长、销售收入增长及毛利率等假设见表 3
- 2) 销售费用率 2010-2012 年均为 3.7%; 管理费用率均为 4.5%;
- 3) 从 2010 年下半年开始公司实际税率为 15%;

5.2 盈利预测表

表 3: 盈利预测假设表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
POF 普通膜						
产能(千克)	17900000	16900000	16400000	16000000	16000000	16000000
销量(千克)	16382022	16149694	13284409	15000000	15600000	15600000
售价(元/千克)	18.85	20.14	18.38	18.82	19.30	19.60
收入(万元)	30880.11	32525.48	24418.6	28230	30108	30576
毛利率	18.45%	18.20%	29.44%	29.49%	30%	31%
POF 交联膜						
产能(千克)	2000000	2000000	2500000	3500000	6000000	6000000
销量(千克)	1419774.78	1591014.83	2268316	2900000	4000000	5500000
售价(元/千克)	28.05	29.02	26.07	26.35	27.5	28.5
收入(万元)	3982.5	4617.1	5913.6	7641.5	11000	15675
毛利率	15.40%	31.59%	45.96%	46.57%	48.0%	50.00%
POF 高性能膜						
产能(千克)	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
销量(千克)	603265.5	756677.3	519988.3	630000	800000	800000
售价(元/千克)	26.64	27.28	27.62	26.72	27.3	27.3
收入(万元)	1607.1	2064.2	1436.2	1683.36	2184	2184
毛利率	25.72%	32.17%	31.39%	41.14%	42%	42%
其他业务						
收入(万元)	1912.7	927.32	791.11	676	1500	2500
毛利率	4.05%	16.52%	12.30%	36.39%	36%	35.52%

数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

根据上述假设, 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.94 元和 1.14 元。

6 投资定价分析

公司属于塑料包装材料行业，我们选取以下公司作为参考：

表 4：盈利预测假设表

	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE
国风塑业	61.24	76.62	62.25
佛塑股份	73.67	55.35	31.44
大东南	66.55	57.94	45.89
珠海中富	52.00	27.71	22.56
永新股份	29.43	25.98	21.41
平均	56.58	48.72	36.71

数据来源：Wind，渤海证券研究所

在上表中，我们认为大东南、永新股份和浙江众成同属在深圳证券交易税中小板上市的公司，且主营产品都是塑料薄膜，因此我们进一步选定这两个股票来作为参照。我们认为给予公司 2010 年 EPS0.69 元/股 34--42 倍 PE 较为合理，对应合理价值区间为 23.46—28.98 元。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

中国北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn