

浙江众成（002522）：内生性增长成就行业龙头

造纸包装/包装

合理价：27—31.5 元

报告日期：2010 年 12 月 2 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	326	383	445	514
(+/-)	-18.89%	17.56%	16.30%	15.47%
营业利润	66	83	109	129
(+/-)	79.64%	25.63%	31.24%	17.59%
归属于母公司 的净利润	49	73	96	113
(+/-)	69.16%	48.69%	31.36%	17.99%
每股收益（元）	0.285	0.617	0.948	1.270

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010-12-1
发行后总股本（万股）	10667
发行股数（万股）	2667
发行价格（元）	31
发行市盈率（倍）	65
发行动态市盈率（倍）	46
行业滚动市盈率（倍）	28.5
第一大股东	陈大魁
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	73.08% / 54.81%
发行前每股净资产（元）	2.37
发行前资产负债率	42.3%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相造纸包装组

021-58824282-892 yecq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 2667 万股，发行后总股本为 10667 万股。公司第一大股东持股比例为 54.81%，实际控制人为陈大魁。
- 公司主营业务 POF 热收缩膜，产品广泛用于食品、日用品、文具用品、电子产品、五金工具等产品的外包装，目前公司拥有产能 2.1 万吨，募投项目将新增产品 1.1 万吨。公司是我国 POF 热收缩膜的龙头企业，由于产品与 PE 热收缩膜相比具有更高透明度、更好的轻度和更大的收缩率，且单位包装成本较低，未来有逐步替代 PE 热收缩膜的趋势。
- 行业技术壁垒较高，核心设备源于自制。公司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，公司核心设备均由公司自主研发，不仅提高了行业技术壁垒，而且降低了成本，每吨产品生产折旧降低 800-1100 元左右。
- 产品结构优化、成品率不断提高。一方面，公司产品 POF 交联膜和高性能膜的毛利率较高，未来公司交联膜和高性能膜的收入占比将不断提高，从而带动综合毛利率的提升。另一方面，交联膜在 2007 年处于量产初期，成品率仅为 58.12%，次品及废品较多，原材料损耗大，毛利率较低，随着技术成熟和工艺改进，预计公司高毛利率产品 POF 交联膜成品率将由现在的 85% 提升到 90% 以上。
- 募股资金投向分析。本次募集资金将用于“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”，项目达产后，预计可以年新增 9,000 吨 POF 热收缩膜和 2000 吨印刷膜，产能提高约 52%；募投项目将于 2013 年贡献利润。
- 盈利预测及估值。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68、0.90 和 1.06 元；我们给予公司 2011 年 30-35 倍的估值，1 公司股票上市后的合理价值区间应在 27—31.5 元之间。
- 公司面临的主要风险：1. 原材料价格大幅波动；2. 采购商过于集中。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司是中国 POF 热收缩膜行业龙头	3
2. 行业概况	4
2.1 下游快速消费品高速成长	4
2.2 对传统收缩膜的替代拓宽成长空间	5
2.3 包装机械化带动了高品质 POF 热收缩膜的需求	6
2.4 行业技术壁垒较高	7
3. 毛利率不断提升是公司最大的看点	7
3.1 产品结构不断优化	7
3.2 一次性成品率不断提高	8
3.3 较强的议价能力保证高毛利率	9
4. 募集资金项目分析	10
5. 公司竞争优势	11
5.1 通过设备自制强化成本控制，产品性价比高	11
5.2 通过工艺创新提升产品品质	12
5.3 产品系列丰富	12
5.4 客户质量好	12
6. 盈利预测与估值分析	13
6.1 盈利预测	13
浙江众成盈利预测表	14
6.2 估值—合理价位 27—31.5 元	14
7. 风险揭示	15

图表目录

图表 1 发行前后股本结构对比	3
图表 2 公司主要产品构成	4
图表 3 中国食品工业增长速度	5
图表 4 中国医药工业增长速度	5
图表 5 POF、PVC 收缩膜性能比较	6
图表 6 公司近三年一期收入、净利润与毛利率	7
图表 7 公司近三年一期分产品收入与毛利占比	8
图表 8 公司主要产品成品率变化情况	9
图表 9 公司交联膜内外销收入与毛利情况	9
图表 10 公司产品平均售价及原材料平均采购成本波动情况	10
图表 11 公司募投项目产品情况	10
图表 12 公司募投项目投资情况	11
图表 13 公司单位产品原材料耗用量与综合成品率	12

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

浙江众成是2008年10月30日由浙江众成包装材料有限公司整体变更设立，变更后注册资本为8,000万元。公司的控股股东及实际控制人为自然人陈大魁。本次发行前，陈大魁直接持有本公司73.075%的股份，并通过嘉善众嘉投资有限公司（陈大魁持股比例为46.083%）控制本公司5.425%的股份。

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——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。公司目前拥有产能2.1万吨，其中4,500吨为2009年11月新增产能，募投项目为9,000吨热收缩膜和2,000吨印刷膜，预计2013年开始贡献利润。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行2,667万股A股，发行价格为31元/股，其中网下向配售对象配售数量为530万股，占本次发行总量的20%；网上以资金申购方式发行数量为2137万股，占本次发行总量的80%。本次发行后，公司总股本增至10,667万股，新发股票占发行后总股本的25%，陈大魁先生持股数量占发行后总股本的54.81%。

图表 1 发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数：万股	持股比例	持股数：万股	持股比例
陈大魁	5,846	73.08%	5,846	54.81%
陈健	800	10.00%	800	7.50%
嘉善众嘉投资有限公司	434	5.43%	434	4.07%
利保丰益（北京）资本运营中心	320	4.00%	320	3.00%
刘伟钧	220	2.75%	220	2.06%
吴军	100	1.25%	100	0.94%
马黎声	80	1.00%	80	0.75%
潘德祥	60	0.75%	60	0.56%
黄旭生	60	0.75%	60	0.56%
赵忠策	50	0.63%	50	0.47%
陈子根	30	0.38%	30	0.28%
本次发行流通股	-	-	2,667	25.00%
合计	8,000	100	10,667	100

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 公司是中国 POF 热收缩膜行业龙头

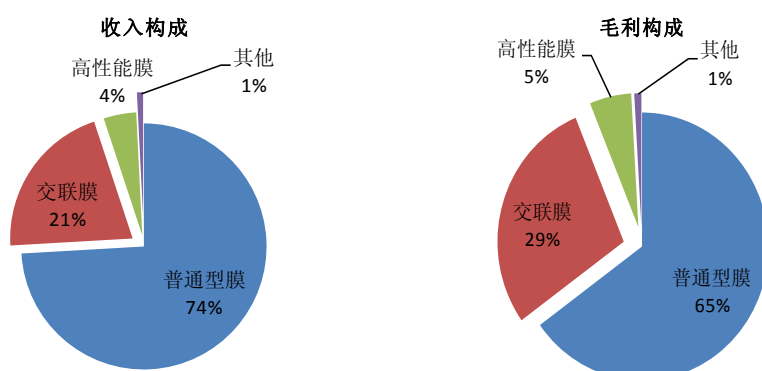
公司主营业务为多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称POF热收缩膜）产品的研发、

生产和销售，主要应用于各类食品、饮料、日用品、化妆品、文教用品、书音像制品、医药产品、电子产品、工艺品、通讯器材、五金工具等的外包装，以及各类轻小型产品的集合性包装，属于功能性、环保型的塑料包装材料。

本世纪以来，随着消费者环保意识的提高，低碳减量的包装理念获得广泛认可，塑料包装材料正向薄壁化、轻型化方向发展。POF热收缩膜与聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料相比，密度更小，单位重量的可包装面积更大，符合低碳减量的包装理念，产品性能得到广泛认可，在部分领域正逐步替代聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料，成为目前国际上最为流行的热收缩包装材料之一。

公司是全球知名的高品质POF热收缩膜制造商和国内优秀的POF热收缩膜整体包装解决方案提供商，公司产品所有核心设备均来自自制，具有较强的技术壁垒。目前公司产品国内市场占有率为12.01%，全球市场占有率5.63%；公司采用“高端化、差异化”的经营策略，不仅获得了较高的毛利率水平，并积累了康师傅、统一、蒙牛、伊利、香飘飘、上海印钞有限公司、雀巢、诺基亚、奔驰、宜家、金红叶等超过1,500家的优质客户，成为国内市场占有率排名第一，全球市场占有率排名第二的POF热收缩膜行业龙头。

图表 2 公司主要产品构成



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

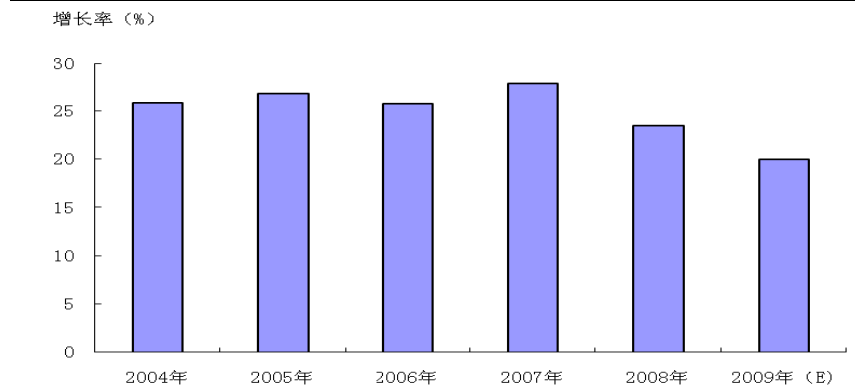
2. 行业概况

2.1 下游快速消费品高速成长

食品工业是POF热收缩膜包装最大的应用市场。近年来，我国食品工业一直保持高速增长的态势。2008年以来，受到国际金融危机的影响，我国食品消费市场出现一定收缩，但在国家政策支持和食品刚性需求的推动下，仍然保持了持续、健康、稳定发展的良好态势，并提前完成了国家“十一五”食品工业发展规划中的发展目标。2009年，我国在“促增长、扩内需、保民生、调结构”一揽子应对全球金融危机的政策调控下，经济已率先启稳回升，2009年1-11月，中国农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业分别同比增长17.44%、18.93%和19.88%。预计2010年我国经济将延续向好趋势，2010年国内食品消费将较2009年实现23%同比增长，食品工业总产值预测达6万亿。



图表 3 中国食品工业增长速度

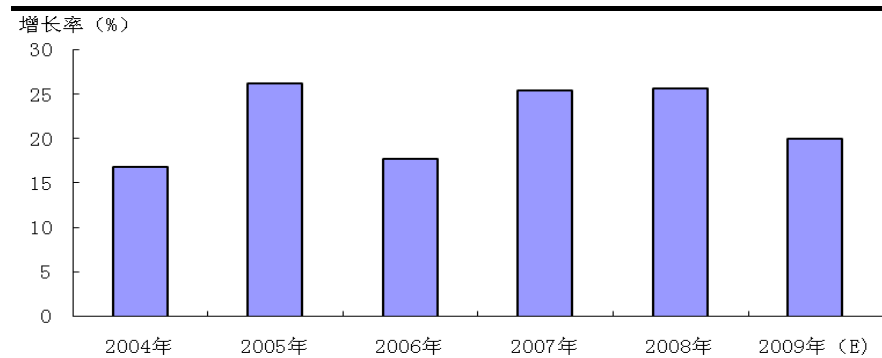


资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

在非食品领域，热收缩膜的应用也日渐增多，如日化用品、医药、电子产品等。在过去的 10 年内，化妆品行业销售量保持 25% 的年增速，洗涤用品工业总产值保持 10% 左右的增长。2009 年 1-11 月，日化产品制造业产量产值继续稳定增长，销售产值增长 12.13%。随着我国居民收入的增加以及消费水平、结构的变化，日化用品消费将逐年递增，预计未来 10 年年均增长将保持在 10% 以上，其中化妆品市场的增长速度有望保持在 20% 以上。

医用塑料包装薄膜用途十分广泛，不仅可用于片剂、粉剂、颗粒状药品包装，也可用于膏状、液体以及药品纸盒包装的内衬以及医疗器械等的包装。近年来，我国医药产业发展平稳，2008 年，中国医药工业累计实现总产值 8,666.17 亿元，同比增长 25.74%。在 12 类消费品制造业中名列前茅，高于全部工业平均增加值增速 3.1 个百分点。2009 年 1-10 月，我国医药行业产值同比增长 18.3%，全年医药工业总产值有望达到 1 万亿元，增长 20%。

图表 4 中国医药工业增长速度



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

2.2 对传统收缩膜的替代拓宽成长空间

随着中国经济、社会的高速发展，中国 POF 热收缩膜行业将以高于全球平均增长水平的幅度步入快速发展阶段。由于 POF 热收缩膜具有密度低、透明度高、韧性好、收缩率大、强度好等优越的物理性能，POF 热收缩膜将逐步取代 PE 及 PVC 收缩膜。

目前，我国 PVC 热收缩膜年市场需求量保守估计超过 2 万吨，还占据着相当大的

热收缩包装市场,随着我国与国际市场的接轨,大量出口商品对包装要求的逐步提高,以及国内超市的迅速发展,诸多生产和包装企业对 POF 热收缩包装薄膜的应用量将迅速增长,POF 热收缩膜正逐步替代 PVC 热收缩膜。

图表 5POF、PVC 收缩膜性能比较

	POF (环保) 热收缩膜	PVC 收缩膜
单位成本	比重0.92, 厚度一般在0.012mm 以上, 实际单位成本较低	比重1.4, 厚度一般在0.03mm 以上, 实际单位成本较高
物理性能	① 薄而韧, 厚度均匀, 防潮性佳, 质地柔软, 抗拉强度高, 耐撕裂强度大, 收缩率可调, 因LLDPE 存在, 耐揉搓性更好② 耐寒性极优, -50℃ 不硬不脆, 不易破裂, 可用于冷冻食品包装. 收缩包装后, -50℃ --95℃ 被包装物长期存放, 稳定不变③ 有静电和防雾处理, 不易污染灰尘, 可保持产品清洁亮丽	① 厚而脆, 厚薄不均, 防潮性差, 质地硬脆, 强度低, 收缩率低, 耐揉搓性差② 耐寒性极劣, 冬天或冷冻后会发生脆化, 因此运输中易破裂, 收缩包装愈久, 收缩会愈紧, 被包装物变形③ 无静电消除处理, 易沾染灰尘, 令产品污染模糊
加工性能	加工过程不产生水分也不会粘着于封棒上, 保养及作业容易, 较高的韧性、平滑性及抗揉搓性使其适用于高速生产线自动包装	加工过程会产生水分, 易造成机械损坏, 又易粘着于封棒上, 作业不方便, 保养困难
安全性	收缩包装后, 封口处四角柔软, 不会割伤皮肤, 也耐揉搓	收缩包装后, 封口处四角硬且尖锐, 易割伤流血
环保卫生	无毒性, 加工时不产生有毒气味, 通过SGS 检测, 其环保卫生指标符合美国FDA 标准	有毒性, 加工会产生臭味、有毒气体, 逐渐禁用

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

与 PE 热收缩膜相比, POF 热收缩膜在很多方面也具备明显的优势。在轻小型产品包装方面, 由于 PE 热收缩膜使用厚度大、热收缩时所需烘炉温度更高, 因此实际单位成本较高, 不符合低碳减量的包装理念, 且透明度较差, 展示效果不佳, 同时收缩率低 (约为 30%-50%), 异型包装贴体效果一般, 所以其运用受到较大限制。POF 热收缩膜平均使用厚度为 15 微米, 目前最薄可达 7.5 微米, 且收缩温度相对较低 (在同等收缩效果下, POF 热收缩膜所需烘炉温度较 PE 热收缩膜低 50 度左右), 因此单位面积包装成本较低 (经测算, 在同等包装效果下, POF 热收缩膜使用成本较 PE 热收缩膜低 20%左右), 加之其透明度高、收缩率高 (约为 60%-80%)、展示性包装和异型包装效果好、质地平滑、适合全自动高速包装等特点, POF 热收缩膜已成为轻小型产品展示性包装和集合包装的首选包装材料。

在重型产品集合包装方面, 随着电子交联技术的不断发展, POF 交联热收缩膜强度不断增强, 国外已有 POF 交联热收缩膜替代 PE 热收缩膜进行重型包装的案例与趋势, 国内部分企业也正在进行尝试。

2.3 包装机械化带动了高品质 POF 热收缩膜的需求

随着我国人力成本的提高以及用工荒问题的出现, 越来越多的企业开始采用速度更快的新型包装设备 (如高速静电封口包装机) 替代原有包装设备以节省人力。新型包装设备对包装用塑料薄膜的要求比较高, 如热滑性好、平整性高、抗撕裂性强、破包率低、收缩效果好等, 相当部分的普通包装用塑料薄膜已较难适应新型包装机高



速运转的需要，这必将带动高品质 POF 热收缩膜需求的增长。

2.4 行业技术壁垒较高

由于高速包装和产品展示的需要，热收缩膜在透明度、热滑性、收缩率、拉伸强度、热封强度、拉伸断裂强度等方面有严格要求，生产技术、产品配方、生产设备等对上述指标有着决定性作用。

在生产技术方面，POF 热收缩膜的关键技术主要集中在张力控制技术、冷热定型技术等方面，针对交联膜，还需要掌握电子束交联应用技术，需要企业多年的摸索和不断改进，才能得到较理想的技术参数，确保产品质量的稳定性。

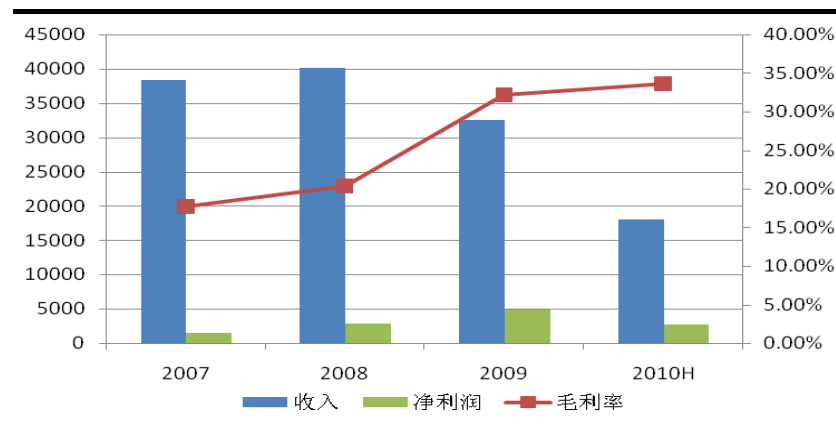
在产品配方方面，原材料和助剂的品种或数量的轻微变化就会引起产品性能指标的波动。尽管目前部分普通型热收缩膜的原始配方处于市场公开状态，但是高端产品（如交联膜等）的专业型改性配方却被行业的领先企业所掌握。

在生产设备方面，POF 热收缩膜生产设备不是标准设备，通常的做法是需求方根据自己产品的设计思路、工艺方法、技术特点提出要求，由设备供应商提供加工方案后加工制造。因此，要保证设备的正常运转，必须在熟练掌握工艺流程的基础上，能够准确地提出设备选型和加工参数，新进入的企业短期内较难实现。

3. 毛利率不断提升是公司最大的看点

虽然公司主营业务收入近几年来受金融危机影响波动明显，但公司凭借技术优势，不断优化产品结构、提高产品的成品率优化销售渠道使毛利率不断提高，以致在收入出现下滑的情况下，净利润依然保持快速增长。

图表 6 公司近三年一期收入、净利润与毛利率



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

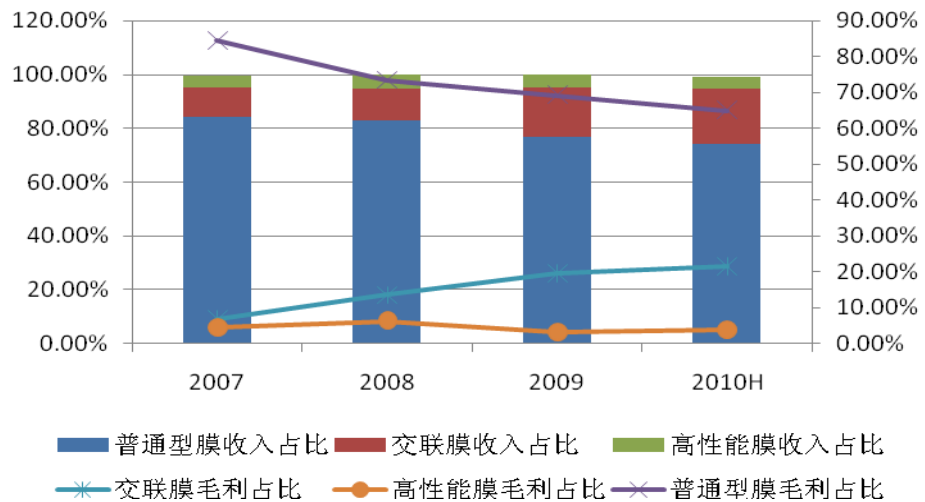
3.1 产品结构不断优化

从近几年公司产品结构的演化来看，虽然普通 POF 膜仍然是公司收入的主要来源，但毛利比重呈现不断下滑的趋势；与此同时，公司实行产品的“高端化、差异化”，大力发展技术含量和附加值更高的 POF 交联膜和高性能膜，由于高端产品的毛利率水



平相对较高，随着公司产品结构的不断优化，综合毛利率也将随之上升。另外，公司产品尚处于供不应求的状态，由于产品生产线均来自公司自制，尤其对于高端 POF 膜生产设备，市场上也无现成的设备贩卖，公司募投项目要到 2013 年才能贡献利润，当前仅有 2009 年 11 月新增的 4,500 吨产能处于逐步释放的过程，在产能受到限制的情况，公司也必然提高高端产品的比重，优化产品结构。

图表 7 公司近三年一期分产品收入与毛利占比



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

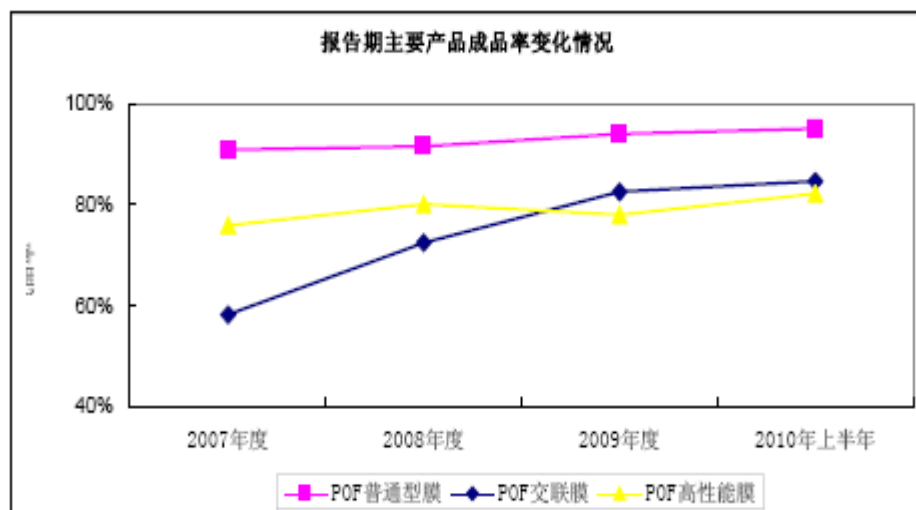
3.2 一次性成品率不断提高

公司主要产品技术含量高，尤其是 POF 交联膜采用辐射交联技术，通过双向拉伸工艺制得，目前全球仅有 4 家企业能够生产，国内仅浙江众成一家，该产品具有很强的技术壁垒，生产设备没有现成的可买，均需自我研发，而且需要与之配套的装配和生产工艺，在产品投产初期，受一次性成品率较低的影响毛利率水平较低，随着生产工艺的不断改进，产品成品率不断提高，综合毛利率也将不断提升。

分产品看，POF 普通型膜为公司传统产品，生产时间长，工艺掌握成熟，因此成品率相对稳定。2009 年普通型膜成品率较 2008 年增长 5.33 个百分点，主要原因是公司在 2008 年进行了生产设备改造及厂房装修，提高了生产线幅宽，降低了收卷错位度，优化了生产环境，从而提高了产品成品率。2007 年，公司交联膜处于量产初期，成品率仅为 58.12%，次品及废品较多，原材料损耗大，单位成本高，随着生产工艺和技术的不断改进，公司交联膜成品率由 2007 年的 58.12% 大幅提高到 2010 年上半年的 84.65%，推动毛利率大幅提升。POF 高性能膜也是公司近几年开发的高端产品，主要包含高性能收缩膜和低收缩力膜两大类产品。高性能收缩膜自量产以来，成品率逐年提高，使公司在 2008 年原材料价格上涨的背景下，POF 高性能膜单位成本仍下降了 6.47%；低收缩力膜是公司 2009 年刚开始批量生产的新产品，成品率较低，因而公司 2009 年 POF 高性能膜整体成品率较 08 年有所下降，加之高性能膜产量较少，2009 年生产时部分使用了 2008 年下半年采购的高价原材料，导致公司在 09 年原材料价格下跌的背景下，POF 高性能单位成本仍上升了 2.38%。2010 年上半年，随着收缩力膜生产工艺的成熟，POF 高性能膜整体成品率有所提高，加之高价原材料在 2009 年消化完毕，致使公司 POF 高性能膜单位成本下降 15.30%。

综合来看，公司高端产品 POF 交联膜和高性能膜的一次性成品率逐年上升，推动综合毛利率不断走高，目前高端产品的成品率在 80% 左右，仍有很大的提升空间，尤其随着高性能膜从试产到量产的过程，将推动成品率不断提高，公司综合毛利率在未来两年仍将有大幅提升。

图表 8 公司主要产品成品率变化情况



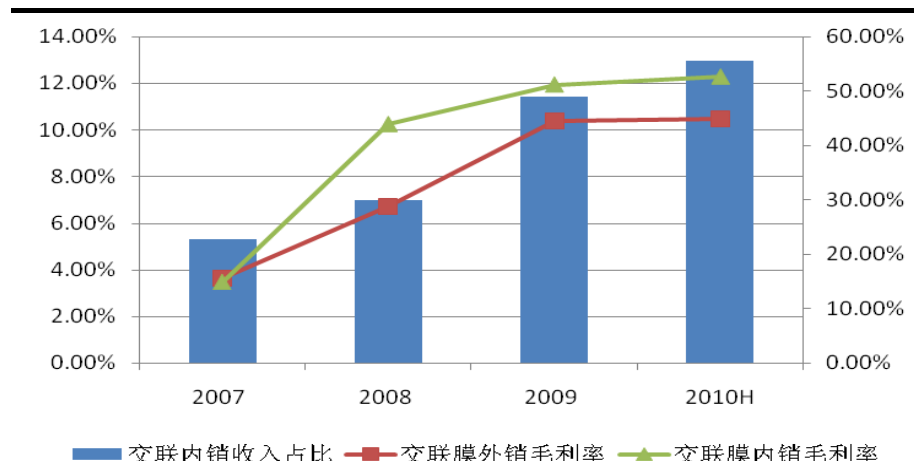
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

3.3 较强的议价能力保证高毛利率

公司是我国较早进入 POF 热收缩膜生产领域的企业之一，先发优势明显。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。与国内企业相比，公司的技术优势凸显，尤其体现在高毛利率、高技术壁垒的 POF 交联膜和高性能膜；在国际市场竞争中，公司在保证质量的前提下，产品价格比国外企业低 30% 左右，竞争能力较强。

我们认为公司的行业地位赋予了公司较强的议价能力，毛利率可维持较高的水平。在国际市场中，公司产品的价格有 30% 左右的议价空间；在国内市场上，POF 交联膜替代 PE 膜和纸箱可为企业节省包装 30%—40% 左右的包装成本，公司 POF 交联膜内销比例将逐步提高，由于交联膜内销毛利率明显高于外销毛利率，公司综合毛利率有望进一步提升。

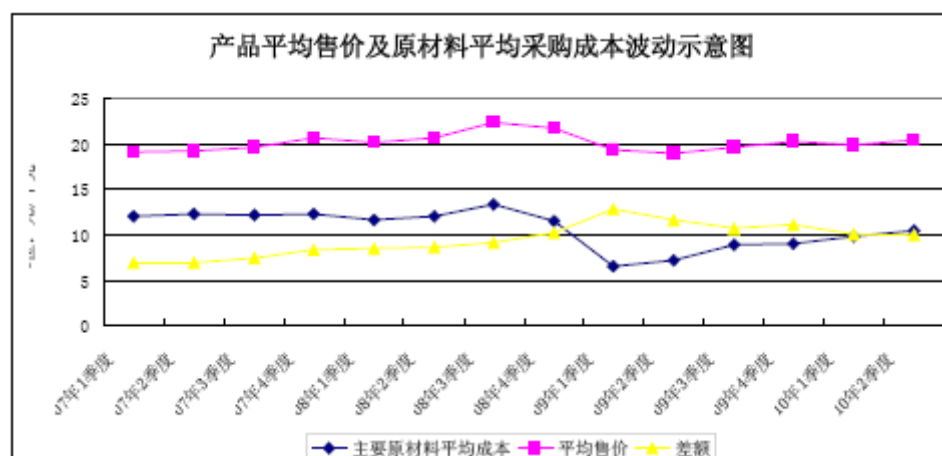
图表 9 公司交联膜内外销收入与毛利情况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

从历史数据来看，在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；在原材料价格下降阶段，公司平均售价降幅小于平均原材料成本降幅。公司产品平均售价与主要原材料平均成本的差额基本保持稳中有升的态势。

图表 10 公司产品平均售价及原材料平均采购成本波动情况



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

4. 募集资金项目分析

本次拟公开发行股票 2,667 万股，约占发行后总股份的 25%，募集资金将用于“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”。项目达产后，预计可以年新增 9,000 吨 POE 热收缩膜，其中普通型膜新增 4,500 吨，交联膜新增 4,000 吨，高性能膜新增 500 吨，届时公司总产能可能 3.46 万吨，POE 普通膜达 2.05 万吨，POE 交联膜 1 万吨，POE 高性能膜 0.15 万吨，印刷膜 0.26 万吨。

图表 11 公司募投项目产品情况

项目	产品	建设内容	达成后产能
3.4 米 POF 生产线	普通膜	新增普通膜 4500 吨	2.05 万吨
	交联膜	新增交联膜 4000 吨	1 万吨
	高性能膜	新增高性能膜 500 吨	0.15 万吨
印刷膜生产线	印刷膜	新增 2000 吨印刷膜	0.26 万吨
研发制造中心	-	开发扩展超薄型、高撕裂强度性、低温型、收缩膜改进产品	-

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

近年来，中国 POF 热收缩膜市场规模持续保持两位数的增长速度，国内市场庞大的需求正在不断释放。截至 2009 年，中国 POF 热收缩膜市场规模达到 10.2 亿元，预计在未来 3 年内的平均增长率将达到 13.4%。2009 年，公司产能利用率为 90.30%，并在当年下半年实现了多个大型客户的开拓，如蒙牛、伊利、喜之郎、雀巢公司、旺旺集团、诺基亚、上海印钞有限公司、北京中科彩等，这些客户的需求将在一两年内迅速释放。另外，公司正在加强与宝洁公司、联合利华、立顿、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 年进入上述公司相关采购体系。预计未来几年，公司 POF 热收缩膜最终产品的销售量将以年均 15% 以上的速度增长。按照这一速度，公司当前的产能仅能够满足未来两年的产量增长，之后产能制约将再次显现。因此，公司必须尽快实施新项目，以保证未来市场发展需要。

本次公司项目预计投入资金 2.49 亿元建设“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”，项目完全达成后每年可新增收入 3.4 亿元，增加净利润 5,435 万元。

图表 12 公司募投项目投资情况

项目名称	固定资产（万元）	建设期	增加收入	增加利润	盈亏平衡点
3.4 米 POF 生产线	17633.5	3	21150	4385	37.14%
印刷膜生产线	3312.5	2	12850	1050	51.15%
研发制造中心	3980	1.5	-	-	-
合计	24926	-	3400	5435	-

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

5. 公司竞争优势

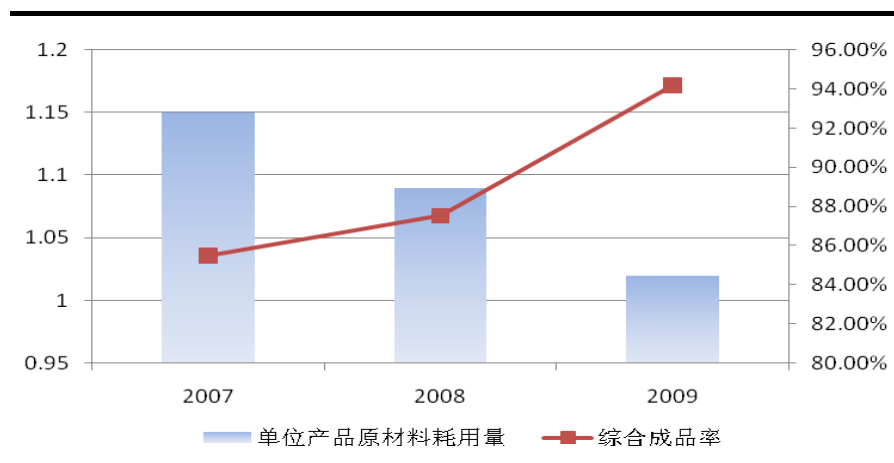
5.1 通过设备自制强化成本控制，产品性价比高

自成立以来，众成包装一直注重成本控制，不断致力于生产设备的改造及自制。报告期内，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，公司不仅提高了行业的进入壁垒，还大幅降低了设备采购成本提高了生产线运转速度，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。由于自制设备价格仅为进口设备的 50% 左右，每吨生产折旧降低了 800-1,100 元左右，同时生产效率大幅提升，表现为综合成

品率的大幅提高和单位产品原材料耗用量的不断降低,使公司产品在成本上具有竞争优势,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。

图表 13 公司单位产品原材料耗用量与综合成品率



资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

5.2 通过工艺创新提升产品品质

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养。报告期内,公司通过自主研发的电子交联技术、膜卷劈边技术等非专利技术提升了产品热封强度、收缩率、拉伸强度等技术指标,更利用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,产品品质达到国内领先水平。

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;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。

5.3 产品系列丰富

公司在长期的经营过程中坚持“赢在领先”的发展战略,经过多年的实践积累和新产品研发,产品系列日益丰富。目前,众成包装产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列,成为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一,极大方便了客户的采购。与此同时,公司坚持“高端化、差异化”的经营方针,持续加大技术开发投入,不断推出高端产品和新产品,公司产品结构日趋优化。

5.4 客户质量好

公司的客户分布于多个下游行业,与公司长期合作的客户多数是行业中的领先企业,包括康师傅、统一、华龙今麦郎、喜之郎、旺旺集团、雀巢公司、蒙牛、味全、香飘飘、红双喜、金派文具、凤凰文化用品、诺基亚、梅塞德斯·奔驰、昆山伟业、苏州维信、九芝堂、三九集团、交大昂立、上海印钞有限公司、南昌印钞有限公司、北京中科彩、宜家、金红叶等国内外知名客户。上述行业领先企业的信誉良好,其本



身发展迅速，业务不断增长，使得本公司业务稳定，且增长潜力大。同时，上述行业领先企业具有很强的质量意识，在选择产品的时候，首要考虑的因素是质量和品牌而非价格。公司将目标客户定位于这些大客户，贯彻“差异化”经营策略，不仅有效地避免了低价恶性竞争，还极大地提升了品牌影响力，逐步扩大和强化本公司的品牌优势。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

收入预测：公司募投项目预计 2013 年才能贡献利润，2011 年和 2012 年的收入增长主要依赖于四个方面：1) 公司于 2009 年 11 月份新增 4500 吨的产能尚未完全释放，2010 年上半年公司产能利用率为 88%，仍有一定的释放空间。2) 公司的产品结构将不断优化，从产品售价来看，POF 交联膜及 POF 高性能膜的产品售价要高于普通膜价格的 40%左右，而公司交联膜及高性能膜的收入占比将不断提升，增加公司收入。3) 产品价格有望上涨，受 2008 年金融危机影响，公司主要产品价格均有不同程度的下滑，以普通膜为例，2010 年上半年的平均价格相比 2008 年下滑了 9 左右，随着经济的进一步复苏，公司产品价格有望提高。4) 技术进步和工艺改进将不断提高生产率和一次性成品率，我们认为公司 POF 交联膜和高性能膜的成品率仍然有很大的提升空间，产量有待进一步提升。

综合以上判断，我们预计公司 2010—2012 年分别实现收入 3.83 亿元、4.45 亿元和 5.14 亿元，增速分别为 17.56%、16.3%和 15.47%。

毛利率预测：公司未来毛利率依然有一定的提升空间，主要可以从两个方面来判断：1) 公司产品结构的优化，分产品来看，POF 交联膜和高性能膜的毛利率较高，2010 年上半年分别为 46.6%和 41.1%，而收入占比较高的普通膜的毛利率仅有 29.5%，未来公司交联膜和高性能膜的收入占比将不断提高，从而带动综合毛利率的提升。2) 一次性成品率的提高，分产品看，POF 普通型膜为公司传统产品，生产时间长，工艺掌握成熟，因此成品率相对稳定；交联膜在 2007 年处于量产初期，成品率仅为 58.12%，次品及废品较多，原材料损耗大，单位成本高，毛利率仅有 15.4%，然随着技术成熟和工艺改进，成品率大幅提升，毛利率也随之大幅提高，我们预计公私高毛利率产品 POF 交联膜成品率将由现在的 85%提升到 90%以上；高性能膜的毛利率演变逻辑也是如此。我们保守估计 2010—2012 年公司综合毛利率分别为 33.94%、34.7%和 35.34%。

期间费用率预测：2010 年 1 月起，公司按照国家标准，为公司全体人员缴纳了社会保险费及住房公积金。员工参保率的大幅提高增加了社会保险费及住房公积金的支出，进而使管理费用率相应的增加，我们预计未来两年随着收入的增长，规模效应将有所体现，管理费用率有所降低；另一方面，成功上市募集资金也将使公司未来两年的财务费用降低。我们预计 2010—2012 年公司期间费用率分别为 11.05%、9%和 9.2%。

综合以上判断我们预计公司 2010—2012 年将实现净利润 7,285 万元、9,570 万元和 11,291 万元，利润增速分别为 48.69%、31.36%和 17.99%，按照发行 2,667 万股计算，总股份扩充至 10,667 万股，全面摊薄后 2010—2012 年每股收益分别为 0.68 元、0.90 元和 1.06 元。

浙江众成盈利预测表

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	40,141	32,559	38,277	44,516	51,405
增长率	4.60%	-18.89%	17.56%	16.30%	15.47%
减: 营业成本	31,944	22,105	25,285	29,068	33,237
综合毛利率	20.42%	32.11%	33.94%	34.70%	35.34%
营业税金及附加	189	199	230	272	308
销售费用	1,874	1,206	1,435	1,647	1,902
管理费用	1,643	1,945	2,297	2,582	2,827
财务费用	530	467	498	(223)	0
期间费用率	10.08%	11.11%	11.05%	9.00%	9.20%
资产减值损失	266	(2)	191	223	257
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,696	6,640	8,341	10,947	12,873
增长率	1.66%	79.64%	25.63%	31.24%	17.59%
加: 营业外收入	256	228	574	668	771
减: 营业外支出	56	293	344	356	360
利润总额	3,896	6,575	8,571	11,259	13,284
减: 所得税费用	999	1,675	1,286	1,689	1,993
净利润	2,896	4,900	7,285	9,570	11,291
归属母公司所有者的净利润	2,896	4,900	7,285	9,570	11,291
增长率	86.74%	69.16%	48.69%	31.36%	17.99%
少数股东损益	0	0	0	0	0
每股收益	0.27	0.46	0.68	0.90	1.06

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

6.2 估值—合理价位 27—31.5 元

由于公司募投项目达产时间要到 2013 年才能贡献利润,所以 2012 年前产能增量主要依靠 2009 年 11 月投产的 4,500 吨产能,以及技术进步和工艺改进提高生产率和一次性成品率带来的产量提高,我们预计公司 2010-2012 年公司 EPS 为 0.68 元、0.90 元、1.06 元,募投项目的影响主要体现在 2012 年之后。我们考虑到公司所属行业技术壁垒较高,且对传统包装材料有很强的替代性,符合国家节能环保的政策,目前及未来几年行业将处于供不应求的状态,另外,公司产品价格相比进口产品仍有 25%-30%的空间,预计中长期业绩增长可维持年均 30%左右的增速。

目前整个造纸包装板块一年内滚动 PE 为 28.5 倍,权重较大的为传统造纸板块,成长空间相对较小,而公司募投项目将于 2013 年贡献利润,后续成长空间依然十分广阔,我们综合考虑行业估值以及中小板的估值水平,给予公司 2011 年 30—35 倍市盈率,对应合理价格区间为 27—31.5 元。

7. 风险提示

供应商过于集中风险:公司向陶氏化学和巴赛尔两家供应商采购的主要原材料线性低密度聚乙烯及共聚聚丙烯占公司年度采购总额的 70%以上,不排除主要供应商由于重大生产事故、战乱、自然灾害等不可预测因素的影响,而导致本公司出现原材料短缺、价格或品质发生波动的情形,公司存在供应商集中的风险。

原材料价格大幅波动风险:公司生产经营所需的主要原材料包括线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯。报告期内,线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯的合计成本占公司主营业务成本的比例在 80%左右。作为石油化工行业的下游产品,线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯的价格随着国际原油价格的大幅波动而波动,公司原材料采购成本也随之发生较大幅度的波动。公司存在主要原材料价格短期内大幅波动带来的经营风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室		
	电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层		
	电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层		
	电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座		
	电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A		
	电话：0755-83234800	传真：0755-83234800	邮编：518040