

目 录

受益于消费升级，市场稳定增长	4
应用领域广阔，需求稳定增长	4
性能优异，替代市场广阔	6
未来有望保持高速增长	7
优势突出的 POF 行业龙头	8
市场集中度高，规模优势明显	8
掌握核心工艺设备，产品定位高端	9
募集资金加速公司发展	10
盈利预测	11
风险提示	12

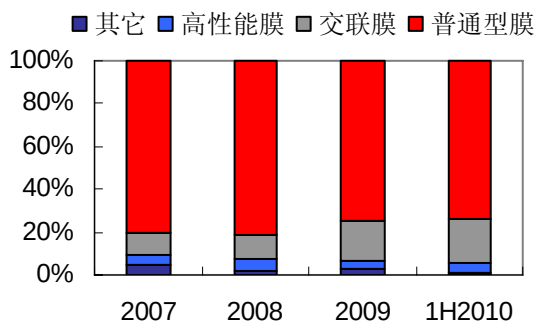
图表目录

图 1: 公司高端产品收入占比逐渐上升	4
图 2: 公司产品毛利率持续提升	4
图 3: POF 薄膜主要用途	4
图 4: 功能性塑料包装薄膜分类	5
图 5: 食品是 POF 膜主要消费市场	5
图 6: 全球 POF 膜市场规模稳定增长	6
图 7: POF 膜市场占比较低, 仍有较大替代空间	7
图 8: 国内 POF 热收缩膜将保持高速增长	8
图 9: 国内 POF 热收缩膜将保持高速增长	10
表格 1: 不同材质热收缩膜性能对比	6
表格 2: 主要包装用热收缩膜物理性能对比	7
表格 3: 2008 年全球 POF 热收缩膜生产企业产量排名	8
表格 4: 中国 POF 热收缩膜市场主要企业对比	9
表格 5: 募集资金项目	10
表格 6: 盈利预测关键假设	11
表格 7: 可比公司估值对比	11

浙江众成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。经过多年的发展，公司在核心设备自制和新工艺、新产品研发方面取得了较大成就，产品质量达到国际先进水平。产品市场占有率国内第一，全球市场占有率第二，渠道成熟，积累了超过 1500 家优质客户。

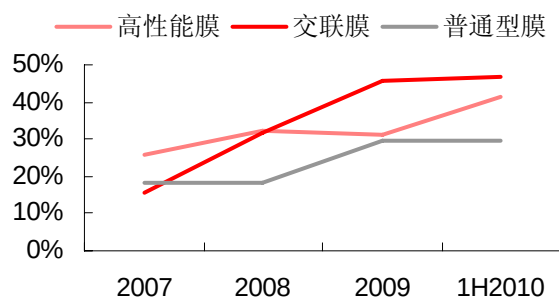
我们认为，公司未来成长将主要来自两个方面：1、国内消费稳定增长，POF 热收缩膜行业将受益于包装材料的消费升级，公司收入有望保持 20% 的稳定增长。2、公司掌握薄膜行业最核心的设备研发能力，有望在其它新产品领域取得突破，奠定公司长期增长。

图 1： 公司高端产品收入占比逐渐上升



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 2： 公司产品毛利率持续提升



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

受益于消费升级，市场稳定增长

应用领域广阔，需求稳定增长

公司主要产品为多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜），主要应用于各类食品、饮料、日用品、化妆品、文教用品、图书音像制品、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。

图 3： POF 薄膜主要用途

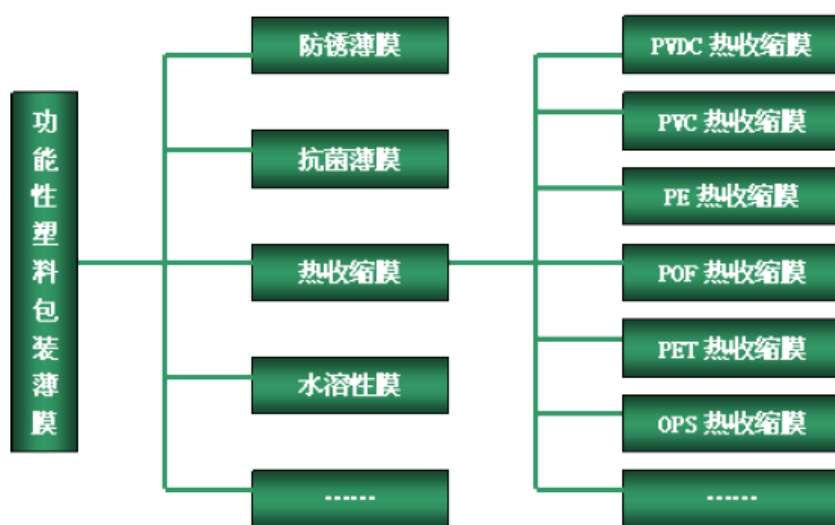


资料来源：华泰联合证券研究所

包装行业包括纸制品包装、塑料包装、金属容器包装、玻璃容器包装、包装印刷、其他包装等六大子行业，其中塑料包装占第二位，仅次于纸制品包装。近年来，随着各国对节能减排的日益重视，软包装在节省包装成本与运输成本，减少能源消耗等方面的优势日渐凸显，全球消费市场的包装形式逐渐由硬包装向软包装转变。塑料包装薄膜作为软包装材料的主体，以其优良的综合性能、合理的价格不断取代其他包装材料，成为包装业中发展最快的细分行业。

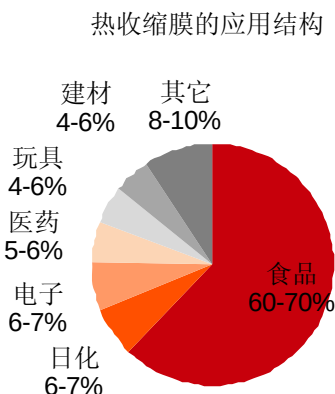
随着工业技术的发展和消费者需求的提高，未来不同的商品尤其是不同类型的食品对塑料包装薄膜材料提出了越来越高的要求，塑料包装材料正向高性能、多功能、环保等方向发展。

图 4： 功能性塑料包装薄膜分类



热收缩膜是一种受热后能发生大幅度收缩的薄膜，因而能紧裹物品，并能长期保持其形状的薄膜。热收缩膜用于各种产品的销售和运输过程，其主要作用是稳固、遮盖和保护产品。目前，食品工业是热收缩包装材料最大的应用市场。

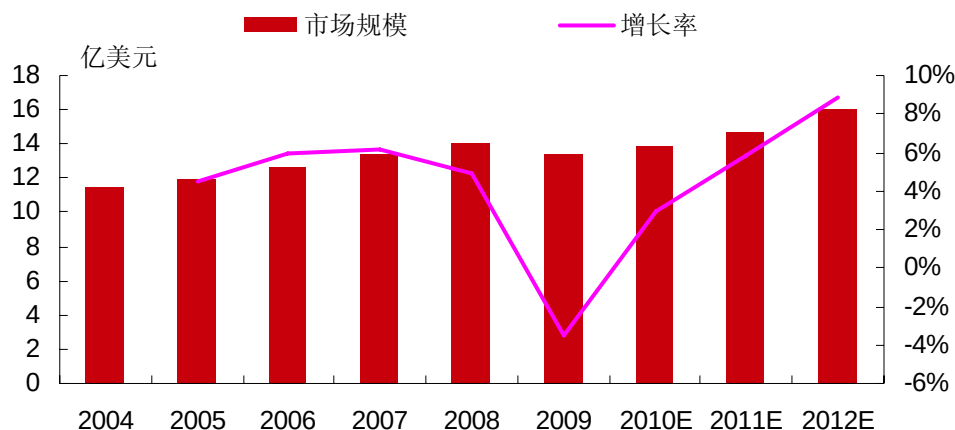
图 5： 食品是 POF 膜主要消费市场



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

2008 年全球 POF 热收缩薄膜的市场规模为 14 亿美元，2004-2008 年，行业保持平均 5% 左右的增长速度，高于下游包装材料行业的平均增长速度。2009 年受到金融危机的影响，全球 POF 热收缩膜需求市场的下降。随着下游行业的回暖，POF 热收缩薄膜行业将迎来恢复性的增长。根据中国塑料加工工业协会预测，未来 3 年，全球 POF 热收缩膜市场将保持 6.2% 左右增速。

图 6： 全球 POF 膜市场规模稳定增长



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

性能优异，替代市场广阔

POF 热收缩膜具有包装贴体效果好、透明度高、韧性好等优点，部分 POF 热收缩膜还有防静电、防雾等特殊功能；生产过程无毒、原料消耗少，其性能优于单纯的聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯等薄膜。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。

表格 1：不同材质热收缩膜性能对比

项目	POF 收缩膜	PE 收缩膜	PVC 收缩膜
包装	低，厚度一般为 0.012mm，单位面积成本最低	较高，厚度一般在 0.03mm，单位面积成本较低	较高，厚度一般在 0.03mm 以上，单位面积成本较高
成本	高透明性、光泽度好，拉伸强度高	透明性、光泽度较差，防潮性佳	透明性、光泽性好，均匀性较差
包装	度高，厚度均匀，质地柔软，耐高低温，收缩率可调性好，封口处柔软，不会割伤皮肤	佳，质地柔软，强度低于 POF，高于 PVC，收缩率可调性差，耐高低温，封口处柔软	差，质地较硬，强度低，收缩率较低，耐寒性差，封口处尖锐，易割伤
效果	易热封，设备保养作业方便，适于高速自动包装	保养作业方便，用于较高速自动包装	温度控制不当有腐蚀气体，易粘着于热封棒上，影响作业
加工	性能	性能	性能
性能	无毒，符合美国 FDA 和 USDA 标准，燃烧时不产生有毒气体	无毒，符合美国 FDA 和 USDA 标准，燃烧时不产生有毒气体	添加特殊配方才能符合美国 FDA 和 USDA 标准，燃烧可
环保			

能产生二噁英等强致癌物质。

资料来源：《功能性薄膜》、招股说明书、华泰联合证券研究所

相比 PE、PVC、PP 等其他热收缩膜产品，POF 热收缩膜具有拉伸断裂强度大、密度小、收缩率高、光泽度好、不易老化、开口性好等特点。

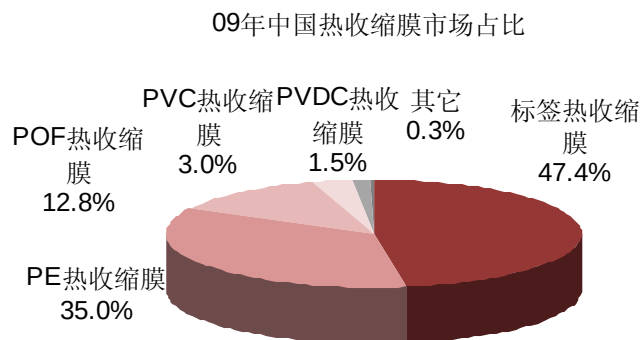
表格 2：主要包装用热收缩膜物理性能对比

性能	POF	PVC	PE	PP
拉伸强度/Mpa	98	77	28	159
密度/kg*cm-3	0.9	1.3	0.9	0.9
热封强度/kg*(1.5cm)-3	0.9	1.3	0.9	1.9
收缩率/%	50	50	43	45
拉伸断裂强度/kg*cm-1	4.3	4	4	3.5

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

国内热收缩薄膜产品主要包括标签热收缩膜、PE 热收缩膜、POF 热收缩膜、PVC 热收缩膜和 PVDC 热收缩膜等。目前国内 PE 热收缩薄膜市场规模约为 30 亿元，是 POF 薄膜市场规模的三倍左右。POF 交联热收缩膜的成本和环保优势明显，在 PE 膜应用于瓶装饮料等重量较大物品的包装市场以及部分 PVC 热收缩膜的应用市场中，有望迅速实现替代。由于 PVC 热收缩膜的毒性，未来一段时间，尤其是食品和医药包装领域，PVC 热收缩膜也将基本被 POF 热收缩膜取代。

图 7： POF 膜市场占比较低，仍有较大替代空间

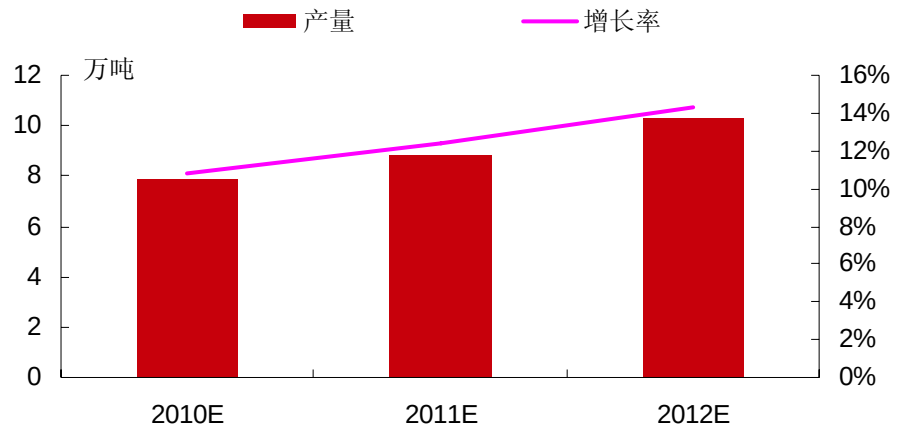


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

未来有望保持高速增长

预计未来三年，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。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。快速增长的下游需求市场为 POF 热收缩膜的发展提供了契机。

图 8: 国内 POF 热收缩膜将保持高速增长



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

优势突出的 POF 行业龙头

市场集中度高，规模优势明显

POF 热收缩膜行业集中度较高。全球 POF 热收缩膜主要生产企业有美国的希悦尔、浙江众成、法国的 BOLLORÉ、以色列的 SYFAN、美国的 BEMIS CLYSAR 等。2008 年，浙江众成产量 1.2 万吨，占全球产量的 4% 左右，全球排名第二，行业前 4 大生产商产量占全球的 1/3。

需求分散，渠道壁垒较高。POF 热收缩膜行业市场需求分散，单个客户的需求量相对较小。浙江众成的客户多达 1500 多个，分布在全国各地以及全球 50 多个国家和地区，单个客户采购量占比基本不超过 1%。我们认为，该特点为 POF 行业内龙头公司构筑了较高的渠道壁垒。

表格 3: 2008 年全球 POF 热收缩膜生产企业产量排名

排名	公司	POF 膜产量 (吨)	全球市场份额
1	希悦尔	约 6 万	约 20%
2	浙江众成	约 1.8 万	约 6%
3	BOLLORÉ	约 1.2 万	约 4%
4	BEMIS CLYSAR	约 1 万	约 3%

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

国内规模遥遥领先。目前中国是全球最大的 POF 热收缩膜生产地。国内主要生产企业包括浙江众成、深圳聚银、义乌望江等。目前公司产品国内市场占有率为 12.01%，行业排名第一；行业排名第二的企业，无论是在产能还是产销量都只能达到公司的三分之一，与公司差距巨大。

表格 4：中国 POF 热收缩膜市场主要企业对比

梯队	代表企业	主要特征
第一梯队	浙江众成	目前 POF 热收缩膜年产能 2.1 万吨，综合实力强 有出口业务，国外市场集中于欧美和东南亚 内销集中于国内大客户，产品全国范围销售
第二梯队	深圳聚银、 义乌望江等	生产规模居中，3000 吨到 1 万吨 部分企业有少量出口 客户比较稳定，销售 POF 普通膜产品为主
第三梯队	众多小企业	受制于资本或需求限制，规模一般较小，但在开拓客户方面也有成熟模式， 正在不断扩大生产规模寻找国内外客户，年产量不足 3000 吨

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

掌握核心工艺设备，产品定位高端

交联型热收缩膜是 POF 热收缩膜行业的未来方向。POF 热收缩膜中，交联型膜和高性能膜通过特殊加工工艺或配方制得，具有特殊功能，能够满足下游更高的包装要求，价格相对更高，属于 POF 热收缩膜的高端产品。目前，交联热收缩膜在国外应用较为广泛，美国 POF 热收缩膜应用市场中交联热收缩膜约占 70%，而我国交联热收缩膜需求尚处于起步阶段，占比仅为 5%左右。随着交联热收缩膜成本的降低以及应用市场的日趋成熟，POF 热收缩膜将逐步向交联热收缩膜等高端产品方向发展。

产品定位高端，差异化竞争。浙江众成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，因此产品盈利能力明显高于行业平均水平。

目前公司高端产品（POF 交联膜、POF 高性能膜等）收入占比已经由 2007 年的 15.29%提升为 2010 上半年的 25.15%，未来随着募集资金项目投产，高附加值产品的占比还会进一步提高。

掌握核心设备对薄膜企业意义重大。薄膜行业具有自动化程度高，技术升级快的特点，产品的核心技术体现在薄膜生产设备上。设备的先进程度，对薄膜的性能和成本均有显著影响。目前，公司的 15 条 POF 热收缩膜生产线核心设备均由公司自主开发，设备成本仅为国外设备的 50%，每吨产品生产折旧降低 800-1100 元，产品的综合成品率大幅度提升，生产效率也提升 40%以上，同时，生产线能够实现柔性化生产，以满足多规格产品轮番加工或混合加工的需要，也能够对市场要求能做出快速有效的反应。

公司在核心设备上的优势远远领先国内企业，部分性能已超越国外同行的同类设备。目前全球 POF 热收缩膜生产线幅宽多数是 3 米以下，其中 2.4 米以下生产线占据多数。浙江众成是全球少数几家具具有开发 3.4 米生产线能力的企业之一。

公司通过自主研发的热辊预定型技术、三泡法热收缩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，体现了公司的核心竞争力。

图 9： 国内 POF 热收缩膜将保持高速增长

公司自主研发的大型热收缩膜生产线性能达到国际先进水平，有效降低了原料成本和动力成本



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所

新产品仍可期待。由于公司能够研发核心设备、产品开发能力较强，我们认为后续新产品有望为公司未来持续发展提供强大动力。公司目前正积极研发高阻隔膜系列产品，将进一步丰富公司的产品线，提高产品盈利能力。

募集资金加速公司发展

浙江众成拟向社会公开发行 2667 万人民币普通股，占发行后总股本的 25.00%。此次募集资金主要投向新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目、年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目以及众成包装研发制造中心建设项目。

表格 5：募集资金项目

项目名称	固定资产 (万元)	流动资金 (万元)	投资总额 (万元)	建设周期 (年)
新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目	17,633.5	3,500	21,133.5	3
年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目	3,312.5	800	4,112.5	2
浙江众成研发制造中心建设项目	3,980	200	4,180	1.5
合 计	24,926	4,500	29,426	

数据来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

十二五期间，我国将坚持收入分配体制改革，扩大内需的方针。庞大的内需和消费升级，使得国内 POF 热收缩膜行业面临难得的发展机遇。募集资金项目将有助于公司把握发展良机，提升公司竞争能力。

薄膜产品的竞争，归根结底是设备与工艺的竞争。通过建设 3.4 米新型聚烯烃热收缩膜生产线，公司的生产效率将进一步提高，单位成本得到进一步降低，产品竞争优势增强。交联型和高性能热收缩膜产能的提升将进一步提升公司的盈利能力，优化产品结构。通过印刷膜的产能扩张，在增加产品多样化的同时，完善公司产业链延伸的发展战略。

盈利预测

我们预计，浙江众成 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.710 元、0.8 元、1.01 元。

表格 6：盈利预测关键假设

名称	2010	2011	2012
POF 普通型膜			
产量（吨）	15,000	15,600	16,000
价格（元/吨）	18,820	19,300	19,600
毛利率	30%	30%	30%
POF 交联膜			
产量（吨）	2,900	4,000	6,000
价格（元/吨）	26,350	27,500	28,600
毛利率	46.5%	45%	45 %
POF 高性能膜			
产量（吨）	640	800	1,000
价格（元/吨）	26,720	27,300	27,300
毛利率	41%	40%	40%

资料来源：华泰联合证券研究所

我们选取了在 A 股上市的包装行业上市公司以及国外竞争对手进行估值分析，一共选取了 5 家 A 股上市公司和 3 家海外上市公司。最后，可比的 5 家 A 股上市公司 2009 年 PE 为 50.13 倍，2010 年动态 PE 为 47.18 倍，考虑到公司在 POF 热收缩膜行业的绝对竞争优势，我们给予公司 2010 年 45-50 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 31.5-35 元。

表格 7：可比公司估值对比

公司名称	PE			PB
	2009	2010	2011	
永新股份	24.03	24.27	20	4.01
合兴包装	48.5	41.65	26.03	4.23
万顺股份	69.16	62.13	29.58	4.35
美盈森	46.44	39.56	25.91	4.38
康得新	62.54	68.27	47.52	5.75
平均	50.13	47.18	29.81	4.54
SEALED AIR	15.68	15.14	13.42	1.56
BOLLORE	36.83	16.49	12.46	0.87
BEMIS CLYSAR	15.63	15.47	13.13	1.87
平均	22.71	15.70	13.00	1.43

资料来源：WIND、彭博、华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、公司主要原料为石化产品，采购来源较为集中，外销比例较高，因此汇率、国际原油价格波动可能对公司的产品盈利产生影响。
- 2、全球经济复苏进程或国内市场增长低于预期，可能会影响公司产品尤其是高端产品的销量。
- 3、公司产品盈利能力高于行业水平源自领先的设备和配方工艺等，核心技术人员流失可能造成技术扩散，加剧行业竞争。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	213	825	747	806	营业收入	326	389	458	551
现金	132	736	642	687	营业成本	221	259	302	357
应收账款	31	35	41	44	营业税金及附加	2	2	2	3
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	12	16	18	22
预付账款	2	3	3	4	管理费用	19	19	23	28
存货	47	52	60	71	财务费用	5	4	-2	-2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	175	238	411	471	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	157	224	399	460	营业利润	66	89	114	144
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动	0	8	6	6	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	388	1063	1158	1277	利润总额	66	89	114	144
流动负债	226	65	74	85	所得税	17	13	29	36
短期借款	165	0	0	0	净利润	49	76	86	108
应付账款	39	47	54	64	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	0	18	20	21	归属母公司净利	49	76	86	108
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	71	109	139	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.71	0.80	1.01
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	226	65	74	85	主要财务比率				
少数股东权	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	80	107	107	107	成长能力				
资本公积	23	756	756	756	营业收入	-18.9%	19.4%	17.7%	20.4%
留存收益	60	135	221	329	营业利润	79.6%	34.0%	28.5%	25.8%
归属母公司	162	998	1084	1192	归属母公司净利	69.2%	54.4%	13.4%	25.8%
负债和股东	388	1063	1158	1277	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	33.5%	34.0%	35.2%
					净利率(%)	15.0%	19.5%	18.7%	19.6%
					ROE(%)	30.2%	7.6%	7.9%	9.1%
					ROIC(%)	16.6%	30.2%	19.0%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.2%	6.1%	6.4%	6.7%
					净负债比率(%)	173.23	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.95	12.71	10.11	9.45
					速动比率	0.74	11.91	9.29	8.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.00	0.54	0.41	0.45
					应收账款周转率	0	12	12	13
					应付账款周转率	0.00	6.02	5.99	6.02
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.46	0.71	0.80	1.01
					每股经营现金流	0.96	0.87	0.98	1.33
					每股净资产(最	1.52	9.36	10.16	11.17
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0	0	0	0

数据来源: 华泰联合证券研究所



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