

浙江众成 (002522.sz)

产品结构优化提升业绩，期待募投项目提前投产

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-833

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020017

事件:

浙江众成发布 2010 年报。报告期内，公司实现营业收入 3.978 亿元，同比增长 21.94%；实现营业利润 0.88 亿元，同比增长 22.49%；实现归属于母公司的净利润 0.74 亿元，同比增长 51.74%。按照全年加权股本计算，公司每股收益 0.93 元；按照年末静态股本计算，公司每股收益 0.70 元。

我们的观点

1、产品结构优化提升盈利能力和业绩。公司 2010 年业绩出现大幅上升，其主要原因是随着国内外经济逐步复苏，公司紧紧抓住这一有利时机，在巩固原有市场的基础上，加大开拓新市场。同时，公司产品结构优化，高毛利率产品 POF 交联膜的收入和毛利贡献显著提升，提升了公司的盈利能力，也实现了公司业绩的大幅上升。我们认为，展望 2011 年，公司 POF 交联膜的下游需求市场前景广阔，新应用市场将可能不断涌现，公司产品的综合毛利率有望进一步提高，公司盈利能力和业绩将同步提升。

2、期待募投项目提前投产。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。目前，产品下游市场前景看好，公司募投项目的实施进度已经成为关注点。根据公司公告，年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目将 2012 年 10 月投产，新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目要到 2013 年 10 月投产。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	325.59	397.03	451.62	520.06	839.44
增长率(%)	-18.89%	21.94%	13.75%	15.15%	61.41%
EBITDA(百万元)	86.29	107.83	159.31	223.90	347.65
净利润(百万元)	49.00	74.35	107.02	138.47	229.32
增长率(%)	69.16%	51.74%	43.94%	29.39%	65.62%
每股收益(元)	0.61	0.70	1.00	1.30	2.15
市盈率	0.00	61.01	36.00	27.83	16.80
市净率	0.00	4.57	3.50	3.11	2.62
EV/EBITDA	0.38	35.33	22.92	16.87	10.99

数据来源: 浙江众成包装材料股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	36.12
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.59%	-15.05%	-5.69%
沪深 300	-0.50%	3.04%	-3.66%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

106.67/26.67

主要股东:

陈大魁

主要股东持股比例

54.80%

财务比率

ROE	30.18%
ROA	21.15%
资产负债率	58.18%
每股净资产(元)	2.03

2009 年报数据

尽管募投项目中基建周期长的特点决定了募投项目的投产需要一个较为漫长的等待，但我们仍较为乐观的认为，募投项目提前投产应该是大概率事件。

3、超募资金的使用值得关注。目前公司超募资金 4.6 亿元用途已经公布，公告显示公司将使用的超募资金 2.37 亿元用于投资建设“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线二期项目”，该项目将投资建成 6 条新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线，新增年产能 9,000 吨（制成品）。其中，交联膜制成品产能新增 7,500 吨，高性能膜新增 1,500 吨。我们认为，未来“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线”一期和二期项目有望同时投产，届时公司 POF 普通型膜产能达到 2.05 万吨，POF 交联膜产能达到 1.75 万吨，POF 高性能膜达到 0.3 万吨，印刷膜达到 0.26 万吨。产能的进一步扩大将同步提升公司盈利能力，未来公司的高成长值得期待。

盈利预测：

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年年 EPS 分别为 1.00 元/股、1.30 元/股和 2.15 元/股，考虑到公司清晰的发展的战略，产品广阔的市场前景以及产品的高技术壁垒的竞争优势，未来公司业绩大幅增长、高速成长值得期待，若给予 2012 年 35 倍的市盈率，一年内目标价为 45 元。给予公司“买入”评级。

风险提示：

公司主要存在原材料价格大幅波动和未来市场开拓不成功的风险。

资产负债表

单位：百万元

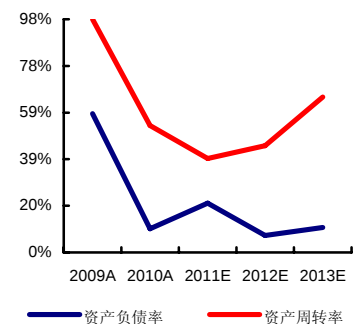
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	213	904	512	202	267
货币资金	132	776	403	78	68
应收及预付	34	48	42	50	80
存货	47	79	67	75	119
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	175	200	677	933	1,173
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	163	155	419	559	581
在建工程	5	5	205	305	505
无形资产	6	35	50	66	83
其他长期资产	1	4	3	3	3
资产总计	388	1,103	1,189	1,135	1,440
流动负债	226	109	262	70	145
短期借款	165	51	200	0	35
应付及预收	60	58	62	70	110
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	1	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	25	25	25
负债合计	226	110	287	95	170
股本	80	107	107	107	107
资本公积	23	752	752	752	752
留存收益	60	134	241	379	608
归属母公司股东权益	162	993	1,100	1,238	1,467
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	388	1,103	1,387	1,333	1,638

利润表

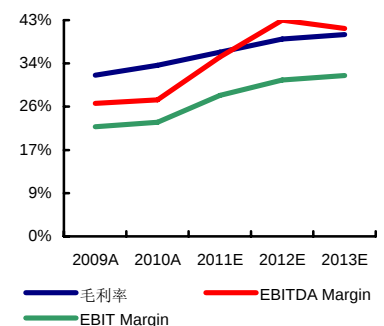
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	326	397	452	520	839
营业成本	221	262	286	316	502
营业税金及附加	2	2	2	2	4
销售费用	12	14	17	19	31
管理费用	19	29	20	21	34
财务费用	5	2	1	1	1
资产减值损失	0	0	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	66	89	123	161	268
营业外收入	2	1	5	5	5
营业外支出	3	1	3	3	3
利润总额	66	89	125	163	270
所得税	17	14	19	24	40
净利润	49	74	107	138	229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	49	74	107	138	229
EBITDA	86	108	161	224	347
EPS (元)	0.61	0.70	1.00	1.30	2.15

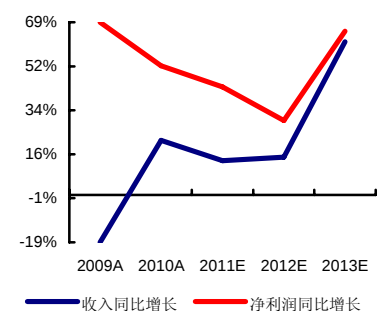
资产负债率趋势



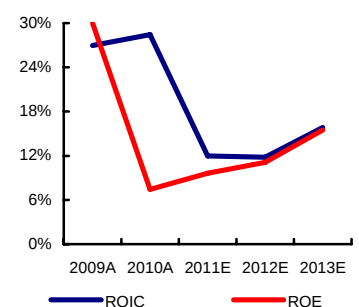
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

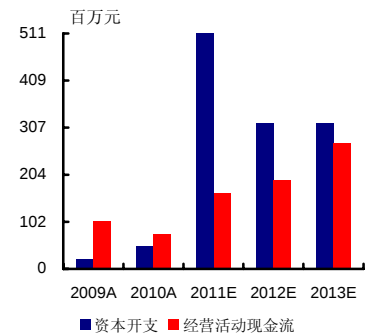
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	102	0	165	193	272
净利润	49	74	107	138	229
折旧摊销	15	18	34	62	79
营运资金变动	34	0	22	-8	-34
其它	4	-92	2	0	-2
投资活动现金流	-21	-48	-511	-316	-317
资本支出	-21	-49	-511	-316	-317
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	35	649	-27	-202	35
银行借款	343	—	-51	-200	35
债券融资	-307	—	24	0	0
股权融资	0	757	0	0	0
其他	-1	-107	-1	-2	0
现金净增加额	116	601	-373	-325	-10
期初现金余额	19	0	776	403	78
期末现金余额	135	601	403	78	68

主要财务比率

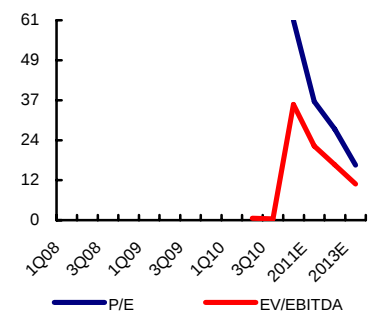
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-18.9%	21.9%	13.8%	15.2%	61.4%
营业利润	79.6%	33.5%	39.1%	30.4%	66.4%
归属于母公司净利润	69.2%	51.7%	43.3%	29.9%	65.6%
获利能力					
毛利率	32.1%	34.0%	36.7%	39.3%	40.2%
净利率	15.0%	18.7%	23.6%	26.6%	27.3%
ROE	30.2%	7.5%	9.7%	11.2%	15.6%
ROIC	27.1%	28.6%	12.1%	11.9%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	10.0%	20.7%	7.1%	10.4%
净负债比率	20.3%	-73.1%	-18.5%	-6.3%	-2.2%
流动比率	0.95	8.29	1.95	2.91	1.84
速动比率	0.72	7.54	1.69	1.78	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.53	0.39	0.45	0.65
应收账款周转率	12.37	10.29	11.55	11.22	11.16
存货周转率	4.06	4.15	4.29	4.20	4.22
每股指标 (元)					
每股收益	0.61	0.70	1.00	1.30	2.15
每股经营现金流	1.28	0.00	1.54	1.81	2.55
每股净资产	2.03	9.31	10.31	11.61	13.75
估值比率					
P/E	0.0	61.0	36.2	27.9	16.8
P/B	0.0	4.6	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	0.4	35.3	22.6	16.9	11.0

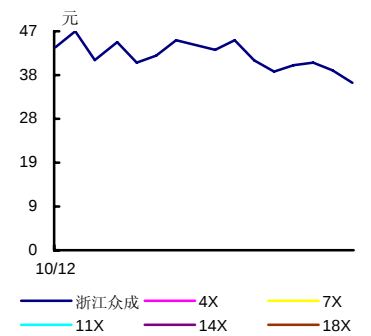
资本支出与经营活动现金流



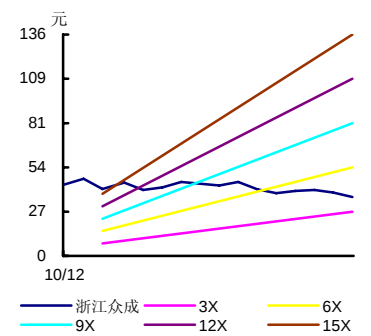
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。