

2011 年 9 月 22 日

A

未有评级

002522.SZ - 人民币 20.50

倪晓曼*

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(28)	1.4	11.5	(19.3)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(19)	1.4	17.4	(13.6)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	171
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	876
3 个月日均交易额(人民币 百万)	16
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
陈大魁	54.80

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*姚万里为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

浙江众成

领跑中国 POF 热收缩膜行业

浙江众成是我国最大的多层共挤聚烯烃热收缩薄膜(简称 POF 热收缩膜)生产企业。POF 热收缩膜具有可热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等诸多优点,应用广泛。公司主要产品按具体用途及工艺可以细分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜 3 大类 8 个系列。公司 2011 年上半年实现销售收入 2.18 亿元,同比增长 20.28%;实现净利润 5,321 万元,同比增长 94.06%。得益于产能增长和产品保持较稳定的盈利能力,我们预测 2011-2013 年公司净利润增速将达到 60.05%、21.85%和 44.83%。

主要发现

- 公司是我国较早进入 POF 热收缩膜生产领域的企业之一,目前已成为我国最大的 POF 热收缩薄膜生产企业,年生产能力超过 2 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,仅次于美国希悦尔公司,行业地位突出。公司近三年净利润增速均超过 50%。
- 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、图书音像制品等产品的外包装,以及各类轻小型产品的集合性包装。
- 公司目前在用的 15 条 POF 热收缩膜生产线,以及募投项目在建的 12 条生产线全部为自主研发、制造。凭借过硬的生产技术,公司在产品质量、成品率、毛利率等方面均处于世界领先水平。
- 公司目前产能利用率已接近饱和,毛利率的提升空间也十分有限,在募投项目达产前公司业绩短期缺乏增长动力,产能瓶颈亟待解决。如果进程顺利,我们预计公司募投项目建设的新生产线将从 2013 年上半年开始逐渐达产,但尚存较大不确定性。
- 随着热收缩膜行业的深入发展,将会迎来一次产业升级,高质量、低成本、轻薄化、少污染的产品将会更多的被市场认可。公司高品质的产品将会更加受到市场青睐。

主要风险

- 核心技术泄密,技术人才流失;募投项目进程低于预期;世界经济再次探底导致公司产品需求整体下滑。

图表 1. 投资摘要(市场预测)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	325.59	397.03	475.91	564.56	751.70
变动(%)	(18.89)	21.94	19.87	18.63	33.15
净利润(人民币 百万)	49.00	74.35	111.13	141.85	195.95
变动(%)	69.16	51.74	49.48	27.64	38.13
全面摊薄每股收益(人民币)	0.61	0.70	0.65	0.83	1.15
全面摊薄市盈率(倍)	33.47	29.41	31.53	24.70	17.88
每股现金流量(人民币)	1.45	6.11	0.79	0.79	1.21

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

公司是我国最大的多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）生产企业。采用多层共挤工艺制得的 POF 热收缩膜同时具备聚乙烯（PE）和聚丙烯（PP）薄膜的诸多优点，如可热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等。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。公司主要产品按具体用途及工艺可以细分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜 3 大类 8 个系列。2011 年上半年，这三大类产品销售收入占公司营业收入的比例达 97.07%。

图表 2. 公司产品应用示例

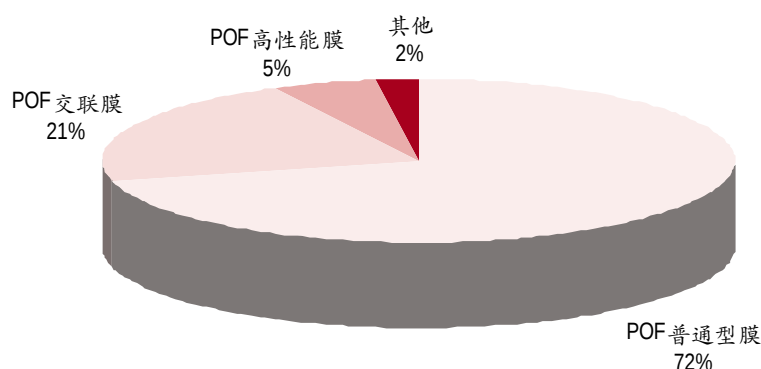


资料来源：公司资料

公司于2010年12月10日在深交所中小板首次公开发行2,667万A股股票并成功上市。目前公司总股本1.71亿股，流通股本为4,267万股，公司实际控制人为大股东陈大魁、陈健父子，共直接持有1.06亿股，占公司总股本的62.30%；并通过嘉善众嘉投资有限公司间接持有694.4万股（陈大魁持有众嘉投资46.08%的股权），占公司总股本的4.07%。

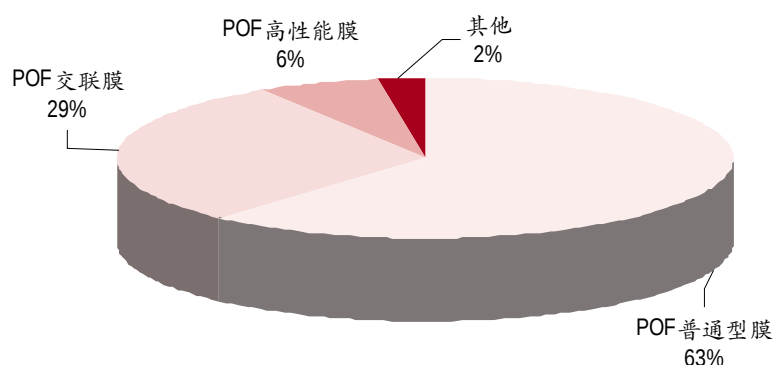
公司2011年上半年实现销售收入2.18亿元，较上年同期增长20.28%；归属于上市公司股东净利润5,321万元，较上年同期增长94.06%；全面摊薄后每股收益0.31元。

图表 3. 2011 年上半年公司销售收入构成(按产品)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 2011 年上半年公司毛利润构成(按产品)



资料来源：公司数据，中银国际研究

热收缩膜行业概览

热收缩膜是一种受热后能发生大幅度收缩，因而能紧裹物品，并能长期保持其形状的薄膜。热收缩膜采用高聚物分子链拉伸定向原理设计，以急冷定型的方法成型。

目前市场上常见的热收缩膜有 PE 热收缩膜、PVC 热收缩膜、PP 热收缩膜、POF 热收缩膜、PVDC 热收缩膜、OPS 热收缩膜、PET 热收缩膜等，其中，PS、PET、PETG 等材料制成的热收缩膜主要用于产品标签，PE、PP、PVC、PVDC 等材料单层或多层共挤制成的热收缩膜大都用于各种产品的外包装。

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，占比约为 60%-70%，广泛应用于各种快餐食品、乳酸类食品、饮料、啤酒罐、各种酒类、农副产品、土特产等的包装。在非食品领域，热收缩膜的应用也日渐增多，如化妆品、日用品、化妆品、医药产品、电子产品、玩具、建材、工艺品等。

图表 5. 2009 年中国热收缩膜市场结构

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	20.0	28.0	35.0
POF 热收缩膜	5.3	10.2	12.8
PVC 热收缩膜	2.0	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：公司资料

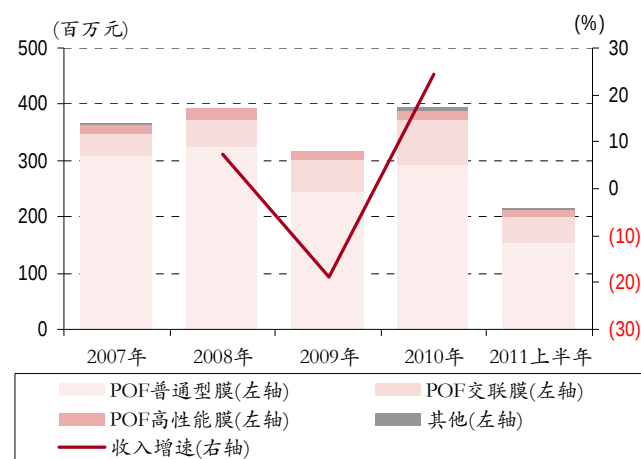
行业地位突出，领跑中国市场

POF 热收缩膜是以线性低密度聚乙烯（LLDPE）和共聚聚丙烯（PP）为主要原材料经共挤吹塑工艺加工生产的一种多层共挤功能性、环保型热收缩包装材料，其性能远优于单纯的聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯等薄膜，是目前国际上最为流行的环保型热收缩包装材料之一。

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，目前年生产能力超过 2 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，仅次于美国希悦尔公司，行业地位突出。

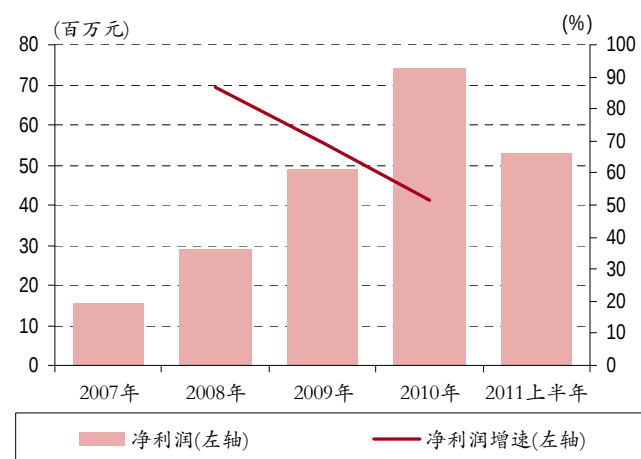
2003 年至 2008 年之间，我国 POF 热收缩膜市场高速发展，市场需求由 2003 年的 2 万吨快速增长到 2008 年的 5.8 万吨。伴随着市场的成长，公司业绩也经历了飞速发展的阶段，公司近三年净利润增速均超过 50%。

图表 6. 主营业务收入构成及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 净利润及增速

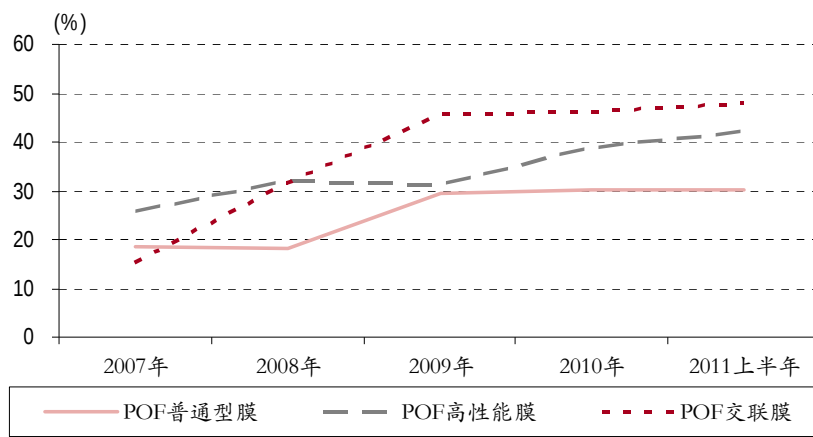


资料来源：公司数据，中银国际研究

自主研发核心技术，盈利能力领先全球

公司目前的 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），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。目前，公司产品价格比重要竞争对手美国希悦尔公司和法国 BOLLORÉ 公司的同类产品低 10%-30%，产品性价比优势明显。在产品价格低于竞争对手的同时，公司的毛利率却处于世界领先水平，普遍高于国外厂商。

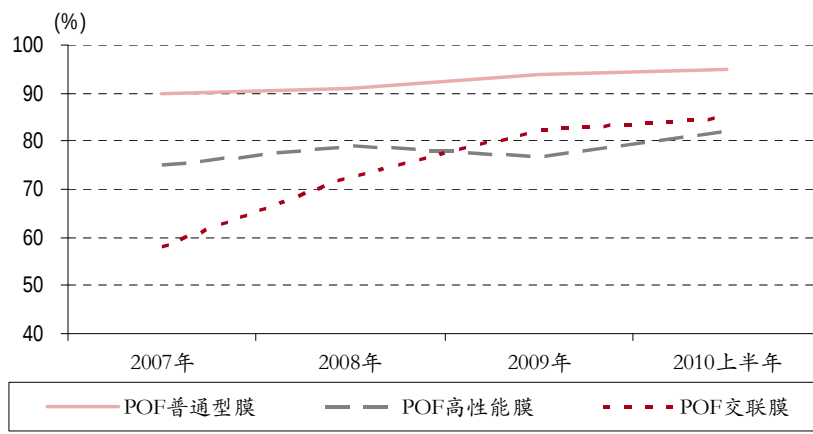
图表 8. 公司主要产品毛利率变化趋势



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司近几年毛利率得以大幅度提升的最主要原因是成品率的提升，使原材料的使用效率得到提高，有效的控制了生产成本。成品率的提升，一方面依赖生产线设备改进，另一方面则靠工艺的的提升，两方面都要求企业在研发人员和研发投入上要有保障。

图表 9. 公司主要产品成品率变化趋势



资料来源：公司数据，中银国际研究

产能瓶颈亟待解决

公司现有 15 条生产线，均为 2.4m 幅宽，总产能约 2.27 万吨/年，其中 4 条生产线具备柔性化生产能力，可在一条生产线上生产普通型膜、交联膜和高性能膜等多种类型产品。公司目前产能利用率接近饱和，毛利率的提升空间也很有限，在募投项目达产前公司业绩短期缺少足够的增长动力，产能瓶颈亟待解决。

公司计划利用募集资金新建设 12 条生产线，均为 3.4m 幅宽的柔性化生产线，可根据订单自由选择生产产品的种类。募投项目全部达产后，公司产能将有望实现翻番，总产能将超过 4 万吨/年。按照计划，募投一期 6 条生产线将于 2013 年底全部投产，募投二期 6 条生产线将于 2014 年中全部投产。我们预计从 2012 年下半年开始，将有新产能陆续达产，公司产能瓶颈的困局将有望逐步得到缓解。

产业升级助推公司业绩持续增长

自 2009 年以来，热收缩膜行业已进入稳定增长期，市场需求的年自然增长率约为 10%。虽然行业的增长已经趋于平稳，但行业内的产业升级将有望继续推动公司业绩实现高增长。凭借行业领先的生产技术，公司将在产业升级的过程中不断提高产业地位，抢占市场份额。

(1) POF 膜替代 PE 膜——POF 热收缩膜将逐步成为热收缩膜市场主流产品。

与目前市场中的主流产品 PE 膜相比，POF 热收缩膜由于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，随着应用范围的不断拓展，POF 膜将逐步成为热收缩膜市场主流。

在轻小型产品包装方面，PE 热收缩膜厚度较大，实际单位成本相对较高，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，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尝试。

(2) POF 交联膜替代 POF 普通膜——辐射交联技术的应用带动 POF 产品向高端化发展。

采用辐射交联技术生产塑料包装膜起源于二十世纪六十年代的美国，最早用于高强度阻隔膜的生产，该技术在 POF 热收缩膜行业的应用始于二十世纪九十年代。交联热收缩膜生产采用辐射交联技术，属于 POF 热收缩膜的高端产品，普通型热收缩膜易出现的脱层、开封、收缩不充分、表面损伤等质量问题，在交联热收缩膜上出现的几率大幅降低。

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%，我国交联热收缩膜需求尚处于起步阶段，2009 年国内交联热收缩膜消费量约占 POF 热收缩膜的 5%。未来，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。

(3) POF 膜逐渐轻薄化——降低成本，减少污染。

受成本驱动，POF 热收缩膜产品也呈现向宽幅和更薄的方向发展，同样吨数的收缩膜将包装更多的产品。近几年 POF 热收缩膜主流厚度由 25 微米至 15 微米逐步递减到 19 微米至 12 微米，目前甚至已经出现了 9 微米和 7.5 微米的使用厚度，单位面积原料消耗减少了近 50%，但由于被包装物特性不同，15 微米左右的热收缩膜在一段时间内还将占据相对较大的市场空间。

同时，为适应环境保护的要求，塑料包装材料除满足产品包装质量和效益等日益提高的要求外，还要进一步节省能源、节约资源、减少环境污染，为此塑料包装材料正向薄壁化、轻型化方向发展。

主要风险

核心技术泄密，技术人才流失；募投项目建设进程低于预期；世界经济再次探底导致公司产品需求整体下滑。

初步结论

公司是我国 POF 热收缩膜行业的领跑者，拥有世界领先的生产技术，国内市场占有率排名第一，行业地位突出。受困于产能瓶颈，预计公司净利润增速短期将有一定放缓；随着募投产能的逐渐释放，我们预计从 2013 年起公司将重归高速增长轨道。我们看好公司长期的发展潜力。

据我们估算，公司今年总产量将达到 2 万吨，其中交联膜约 5,000 吨，普通膜和高性能膜约 15,000 吨。如果进程顺利，我们预计募投项目新建设的 6 条生产线将从 2013 年上半年开始逐步达产，于 2013 年年底前全部投产。而利用超募资金建设的 6 条生产线也将于 2014 年上半年之前全部达产。由于所有新建生产线全部为公司自主研发，具体达产时间尚存较大不确定性。

我们预测公司 2011-2013 年销售收入将分别达到 4.79 亿元、5.32 亿元和 7.86 亿元，同比增长 20.65%、11.06%和 47.74%。公司 2011-2013 年净利润预测分别为 1.19 亿元、1.45 亿元和 2.10 亿元，同比增长 60.05%、21.85%和 44.83%。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371