

包装印刷 II

浙江众成 (002522.SZ) / 18.70 元

POF 热缩膜龙头企业，短期受制于产能瓶颈

事项

近期我们实地调研了浙江众成，与公司高管交流了近期的经营情况以及未来的发展前景，并参观了公司的生产线。

主要观点

1. 行业稳定增长，国内市场规模增速超全球平均水平。

受益于国内宏观经济的高速发展、国家扩大内需的政策、POF 热收缩膜对其它产品的替代以及新应用领域的出现，未来几年我国 POF 热收缩膜将保持快速的发展水平。

2. 公司是行业龙头，产品走高端化、差异化战略，且客户资源优质。

公司目前产品覆盖三大类八个系列，实际产能达到 2.2 万吨/年，市场占有率全球第二、国内第一，分别达到 5.36% 和 12.01%。经过多年的发展，公司目前积累了康师傅、统一等超过 1,500 家的优质客户。在国内率先开发出 POF 交联热收缩膜等高端产品，高端产品盈利能力明显高于普通膜。

3. 市场开拓力度不断加大，未来新增产能消化问题不大。

从地域来看，公司同时加大了美国、欧洲和日本的产品推广力度；从不同产品规格来看，目前公司 9 微米产品市场推广顺利，产品不断向薄的方向发展有利于实现公司与客户的双赢。我们预计随着公司市场开拓力度的不断加大，下游需求的快速发展将保证公司未来新增产能的顺利消化。

4. 交联膜未来有望实现高速发展。

主要原因包括交联膜生产成本的降低，交联膜固有下游市场需求的增长以及新的应用领域的出现。

5. 产能不足成为公司快速发展的主要瓶颈。

公司目前产品供不应求，设备处于饱和状态，新增产能 2013 年才能投产，公司争取明年 3 季度能投产 2-3 条新生产线以缓解目前产能压力。

6. 盈利预测与投资评级。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元和 0.98 元，按最新收盘价 18.7 元计算，PE 分别为 30 倍、25 倍和 19 倍，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨。

证券分析师：周铮
执业编号：S0360110120073
Tel：010-59370839
Email：zhouzheng@hczq.com

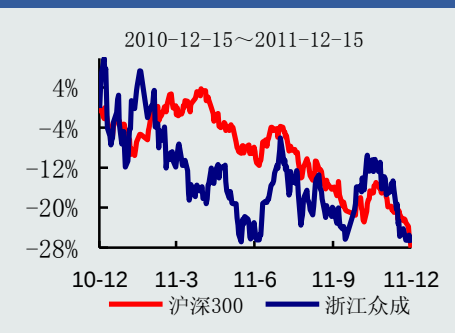
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	17067
流通 A 股/B 股(万股)	5131/0
资产负债率(%)	13.5
每股净资产(元)	6.31
市盈率(倍)	30.23
市净率(倍)	2.96
12 个月内最高/最低价	48.5/18.38

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

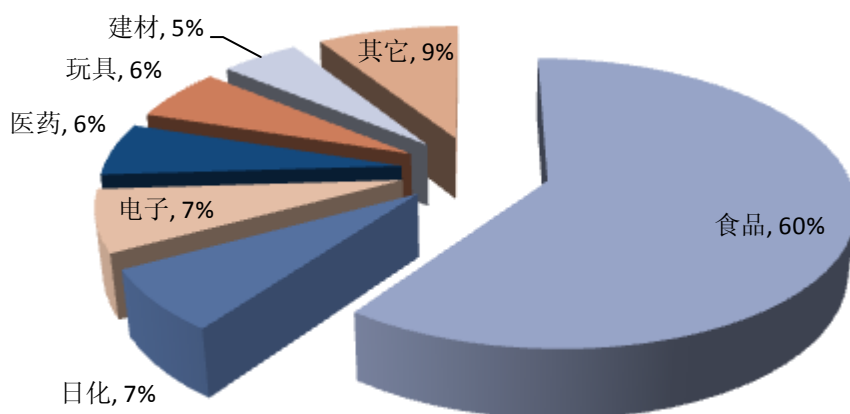
相关研究报告

一、紧密贴近下游，受益于终端消费的发展

（一）用途广泛，下游分布贴近终端消费

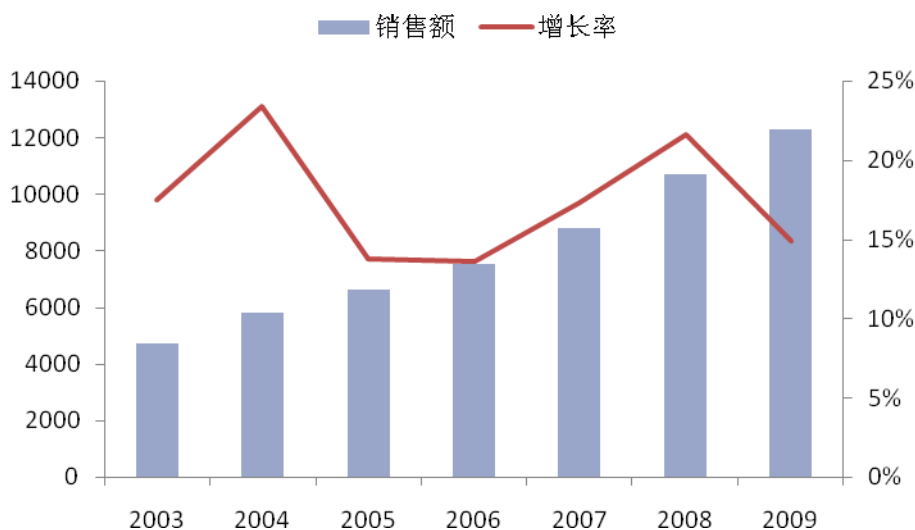
食品工业是热收缩包装材料最大的应用市场。热收缩膜广泛应用于各种快餐食品、乳酸类食品、饮料、啤酒罐、各种酒类、农副产品、土特产等的包装。在非食品领域，热收缩膜的应用也日渐增多，如化妆品、日用品、化妆品、医药产品、电子产品、玩具、建材、工艺品等。随着国内消费品行业的迅速发展，行业预计将保持在 10% 以上的增长速度。

图表 1 热缩膜下游分布



资料来源：华创证券整理

图表 2 国内消费品销售额（亿元）



资料来源：CEIC

（二）行业稳定增长，国内市场规模增速超全球平均水平

由于下游分布广泛，热收缩膜与国民经济发展水平紧密相关，受益于国内宏观经济的高速发展、国家扩大内需的政策、POF 热收缩膜对 PVC 热收缩膜的替代以及新应用领域的出现，未来几年我国 POF 热收缩膜将保持快速的发展水平。

图表 3 2010-2012 年全球 POF 热收缩膜产量与市场规模预测

	2010 年	2011 年	2012 年
产量 (万吨)	30.9	32.7	35.6
市场规模 (亿美元)	13.9	14.7	16.0
增长率	2.9%	5.8%	8.9%

资料来源: 中国塑料加工工业协会

图表 4 2010-2012 年中国 POF 热收缩膜产量与市场规模预测

	2010 年	2011 年	2012 年
产量 (万吨)	7.9	8.8	10.3
市场规模 (亿元)	10.8	12.4	14.3
增长率	5.8%	14.8%	15.3%

资料来源: 中国塑料加工工业协会

二、公司优势明显，但短期受制于产能不足

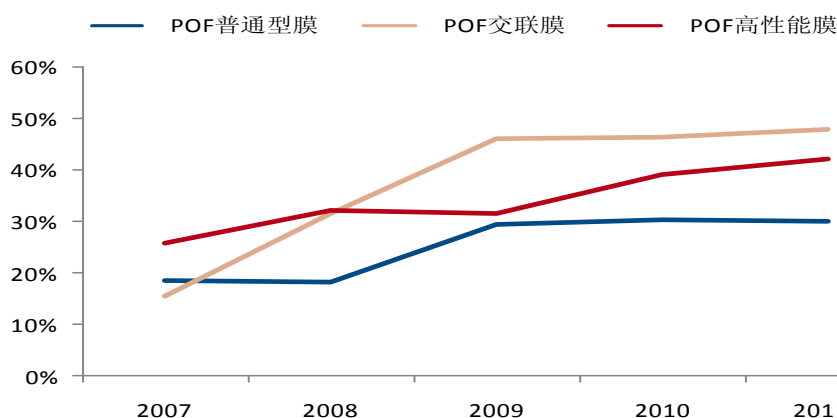
(一) 行业龙头，客户资源优质

公司目前产品覆盖 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜三大类八个系列，成为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一。实际产能达到 2.2 万吨/年，市场占有率全球第二、国内第一，分别达到 5.36% 和 12.01%。同时现有的 15 条生产线中有 4 条可以实现柔性化生产，根据下游需求的变化调整产品结构，募投项目 6 条生产线和超募资金建设的 6 条生产线也都可以实现柔性化生产。经过多年的发展，公司目前积累了康师傅、统一、蒙牛、伊利、香飘飘、上海印钞有限公司、雀巢、诺基亚、奔驰、宜家等超过 1,500 家的优质客户。

(二) 走高端化、差异化战略，产品盈利能力强

在国内率先开发出 POF 交联热收缩膜等高端产品，并且是 POF 高性能膜全球唯一的生产企业。高端产品 (POF 交联膜、POF 高性能膜等) 主营业务收入占比已经由 2007 年的 15.29% 提升为目前的 25% 左右。高端产品盈利能力明显高于普通膜，公司目前普通膜维持在 30% 左右，交联膜和高性能膜在 45%-50% 之间，但是高性能膜由于产量较小，毛利率波动较大。

图表 5 公司主要产品毛利率情况



资料来源: 公司公告

公司高端化战略得以顺利实施的一个重要原因是生产设备都是自己设计并制造的，目前市场上出售的设备都不能生产高端产品。

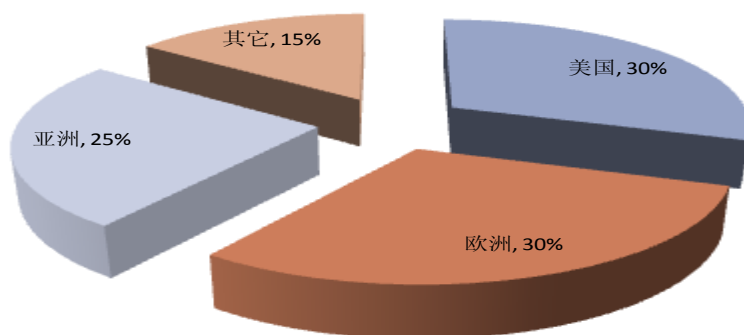
（三）市场开拓力度不断加大，未来新增产能消化问题不大

公司在全球范围内主要的竞争对手是美国希悦尔公司，该公司产品都是交联膜，约 6 万吨产能，其中 4 万吨在美国本土销售。从产品质量来看，希悦尔和公司相当，但对方在美国优势明显，主要是对方客户绑定程度好，他们大部分是直销，合同长期绑定，并且无偿提供包装设备，公司抢占希悦尔在美国的市场比较困难，但美国仍然是公司主要出口地区，计划未来在美国也做直销，目前处于筹划阶段，这样做一方面有利于抢占美国的市场份额，一方面可以扩大直销的比例，而直销利润要高于经销。

在欧洲地区，由于欧洲本土的几个小厂产量很小，产能严重不足，欧洲目前主要靠进口，公司在欧洲市场开拓顺利，凭借价格优势不断抢占希悦尔公司的市场份额，同等产品价格要低 30% 左右。

在亚洲地区，之前公司一直无法打开日本市场，公司去年也开始在日本找到了一些代理商，下一步将加大日本市场的开拓力度，目前也已经取得了日本知名品牌的部分订单，日本本土有两三家小的生产企业，但产量较小；亚洲其它地区一直很好。

图表 6 公司产品出口比例构成



资料来源：公司数据

国内公司产品推广也较为顺利，目前直销为主，主要客户是饮料、面业等食品企业。客户在不断增多。

从产品规格来看，目前 9 微米厚度的产品市场推广很顺利，产品向薄的方向发展有利于增加使用面积，降低客户成本，带来公司和客户的双赢，而且高速包装设备也适合用薄的产品，目前康师傅已经要求尽量使用更加薄的产品。

我们预计随着公司市场开拓力度的不断加大，下游需求的快速发展将保证公司未来新增产能的顺利消化。

（四）交联膜未来有望实现快速发展

1. 交联膜成本有望得到降低

交联膜代表了未来的发展方向，该产品具有强度大，透明度好等诸多优点。公司是国内唯一可以生产交联膜的企业。交联膜原料成本较普通膜稍低，但交联膜多一道工序，制造费用稍高，而且成品率低，和普通膜差 8 个百分点左右，目前公司在研究提高交联膜成品率，未来如若交联膜成品率达到普通膜水平，成本将大为降低。并且交联膜逐渐向薄的方向发展使得成本也在逐步降低。公司目前交联膜销售比重约为 25%，客户结构也在调整，目前国内基本上是直销。

2. 交联膜未来市场需求将保持快速增加

国内交联膜未来市场较好，主要有两点，一是国内交联膜的固有市场的增长，主要有人民币、彩票、手机、玻璃制品、汽车配件、电子产品等等。以人民币为例，造币厂在改高速设备，而且造币厂本身在增加，退出流通的成新率要求也在逐步提高，目前公司已经帮助造币厂换成高速设备，原来人民币用的交联膜是公司希悦尔两家公司提供，明年开始将全部改为用公司产品；在玻璃制品领域，目前国内某知名家居企业规定镜子与台灯等商品必须用交联膜。二是交联膜新的应用领域的出现，比如地板、门等等。

另外还有替代其它产品，随着交联膜越做越薄，成本随之降低，部分之前用 PE 膜、PVC 膜和普通膜的正在逐步计划改用交联膜，目前旺旺正在研究用交联膜替代之前的外包装用膜，交联膜透明度好，不需要再在膜上印刷，印刷成本比膜都要高，目前公司已经给旺旺研发好了设备。其它公司如百事也有用交联膜的意向。其它交联膜还能替代部分复合膜。

（五）新产品储备丰富

主要有高阻隔膜和人民币系列用膜

- 高阻隔膜——主要有 PVDC 膜和 BDF 膜，PVDC 膜阻隔性能好，BDF 膜环保好，高阻隔膜主要用于熟食的包装。另外一个军工领域，PVDC 开始就是用军工，目前国内军工工厂都是用希悦尔的产品，预计公司未来研发成功后将迅速抢占希悦尔在国内军工领域的市场份额。
- 人民币系列——除了交联膜外，还有一些其它人民币用膜，公司首先跟造币厂推广，目前造币厂承诺全部应用。未来还要向银行推广。

除以上 2 个系列的储备产品外，公司另外还有一些附加值高的产品储备。

（六）产能不足成为公司发展的主要瓶颈

公司目前产品供不应求，设备处于饱和状态，产能不足严重制约了公司业绩的高速增长，新增产能 2013 年才能投产，公司争取明年年底前早日投产几条生产线，目前新厂区正在搞基建，预计明年中期厂房可以建成，为了加快进度，公司计划将厂房建设与设备安装同步进行，生产线已经成熟，磨合期很短，投产到达产一个月时间左右。

三、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元和 0.98 元，按最新收盘价 18.7 元计算，对应的 PE 分别为 30 倍、25 倍和 19 倍，由于公司新项目要到 2013 年下半年才陆续投产，导致 2012 年难以实现大幅增长，但我们看好公司长期发展前景，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨。

总体看近两个多月来原材料成本出现下降，而产品价格保持稳定，但由于公司一般保持 2-3 个月的原料库存，所以成本下降要延后 2 个多月才会表现出来。从公司近些年来生产经验看，当原材料频繁上涨时对公司利润影响不大，但是当原料价格涨幅很大且上涨速度很快时会压缩公司利润，原料下跌则会扩大利润空间。所以如果明年原油价格大幅上涨，从而带动公司主要原料价格快速上涨且涨幅较大时，将对公司产生不利影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	904	805	678	824
现金	776	706	576	715
应收账款	46	33	37	39
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	2	3	2	2
存货	79	63	63	68
其他	0	0	0	0
非流动资产	200	441	685	673
长期投资	0	0	0	0
固定资产	153	137	121	340
无形资产	35	46	59	77
其他	11	258	505	256
资产总计	1103	1245	1363	1497
流动负债	109	168	169	151
短期借款	51	115	110	92
应付账款	45	35	40	40
其他	14	17	19	19
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	110	168	169	151
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	993	1078	1194	1346
负债和股东权益	1103	1245	1363	1497

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	128	133	191
净利润	74	106	126	168
折旧摊销	18	17	17	30
财务费用	2	-16	-13	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-42	23	2	-7
其它	-0	-1	0	0
投资活动现金流	-48	-258	-261	-18
资本支出	50	249	247	0
长期投资	0	-2	0	0
其他	1	-11	-13	-18
筹资活动现金流	649	59	-2	-34
短期借款	-115	64	-5	-18
长期借款	0	0	0	0
其他	7	-5	3	-15
现金净增加额	652	-70	-130	138

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	397	443	514	714
营业成本	262	292	325	444
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	14	15	17	24
管理费用	29	30	33	46
财务费用	2	-16	-13	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	89	120	148	197
营业外收入	1	5	2	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	89	124	149	198
所得税	14	19	22	30
净利润	74	106	126	168
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	106	126	168
EBITDA	108	121	152	227
EPS（元）	0.70	0.62	0.74	0.98

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.9%	11.5%	16.1%	39.0%
营业利润	33.5%	35.2%	23.6%	33.2%
归属母公司净利润	51.7%	42.0%	19.6%	33.0%
获利能力				
毛利率	34.0%	34.1%	36.7%	37.8%
净利率	18.7%	23.9%	24.6%	23.5%
ROE	7.5%	9.8%	10.6%	12.5%
ROIC	28.6%	16.6%	14.7%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	10.0%	13.5%	12.4%	10.1%
净负债比率	46.01%	68.39%	65.06%	60.81%
流动比率	8.29	4.80	4.01	5.47
速动比率	7.56	4.42	3.64	5.02
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.38	0.39	0.50
应收帐款周转率	10	11	15	19
应付帐款周转率	6.24	7.30	8.65	11.14
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.62	0.74	0.98
每股经营现金	0.30	0.75	0.78	1.12
每股净资产	5.82	6.31	6.99	7.88
估值比率				
P/E	26.83	30.23	25.28	19.00
P/B	2.01	2.96	2.67	2.37
EV/EBITDA	23	20	16	11

资料来源：公司报表、华创证券

化工组分析师介绍

周铮： 华创证券化工行业分析师，材料学本科，金融学硕士，2 年化工行业研究经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558