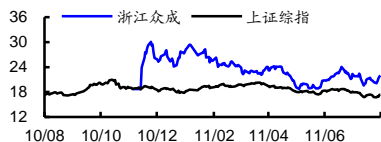


**证券研究报告—动态报告**
**基础化工**
**化学制品**
**浙江众成(002522)**
**半年报点评**
**谨慎推荐**

(维持评级)

2011年8月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**半年报点评**

# 成本控制得力 盈利大幅提升

**股票数据**

总股本(百万股)	170.7/42.7
总市值(百万元)	3,749.7/937.5
沪深300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12个月最高/最低(元)	48.10/18.75

**相关研究报告:**

《浙江众成-002522-盈利水平持续提升促业绩大幅增长》——2011-4-25

《浙江众成-002522-盈利水平提升驱动业绩稳定增长》——2011-4-1

《浙江众成-002522-内生增长打造包装材料新贵》——2010-12-10

**联系人: 梁丹**

电话: 0755-82134323

E-mail: liangdan@guosen.com.cn

**证券分析师: 刘旭明**

电话: 010-66025272

E-mail: liuxum@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070001

**证券分析师: 张栋梁**

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013

**证券分析师: 吴琳琳**

电话: 0755-82130615

E-mail: wulinl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120067

**●上半年收入同比增 20.28%，净利润同比增 94.06%；盈利符合预期**

公司上半年实现收入 2.18 亿元，同比增 20.28%，环比增 7.52%；实现净利润 0.53 亿元，同比增 94.06%，环比增 17.86%；EPS0.31 元/股，同比减 8.82%，环比减 26.30%，主要原因是 2011 年 5 月 11 日公司实施 2010 年度利润分配方案，总股本由 1.07 亿股增加至 1.71 亿股所致；毛利率 34.58%，同比增 1.01 个百分点，环比增 3.39 个百分点。

盈利大幅提升的主要原因：一是公司继续加强产品结构调整，不断提升高附加值产品（交联膜）的收入占比；二是公司继续加强成本费用控制。

**●成本控制得力 三项费用率明显降低**

公司积极加强采购、生产等各项管理，成本控制得力。上半年销售期间费用率为 11.22%，同比减少 7.11 个百分点；销售费用率为 3.39%，同比减少 0.41 个百分点；管理费用率为 6.60%，同比减少 0.18 个百分点；财务费用率为 -4.71%，同比减少 6.51 个百分点。其中财务费用率大幅减少的主要原因：一是公司银行借款减少带来的利息支出减少以及募集资金产生的利息收入大幅增加；二是在人民币对美元升值的背景下，汇兑收益增加。

**●募投项目&超募项目如期建设 公司未来增长可期**

公司募投项目和超募项目建设如期进行。厂房土建施工部分顺利进行，项目关键部件（如收卷机等）的加工工作取得初步成效。公司未来增长可期。

**●风险提示**

宏观经济运行下滑风险；市场开拓不力风险；募投项目不能如期进行的风险等。

**●维持“谨慎推荐”评级**

我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.63 元、0.88 元、1.14 元，目前股价对应 PE 分别为 35.06 倍、25.01 倍、19.22 倍，维持“谨慎推荐”评级。

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	325.59	397.03	478.19	545.08	713.39
(+/-%)	-18.89%	21.94%	20.4%	14.0%	30.9%
净利润(百万元)	49.00	74.35	106.94	149.92	195.07
(+/-%)	69.16%	51.74%	43.8%	40.2%	30.1%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.63	0.88	1.14
EBIT Margin	21.40%	22.91%	26.2%	27.9%	28.6%
净资产收益率 (ROE)	30.18%	7.49%	9.9%	12.5%	14.4%
市盈率 (PE)	35.87	31.52	35.06	25.01	19.22
EV/EBITDA	22.65	22.07	27.02	22.18	16.45
市净率 (PB)	10.83	2.36	3.48	3.13	2.77

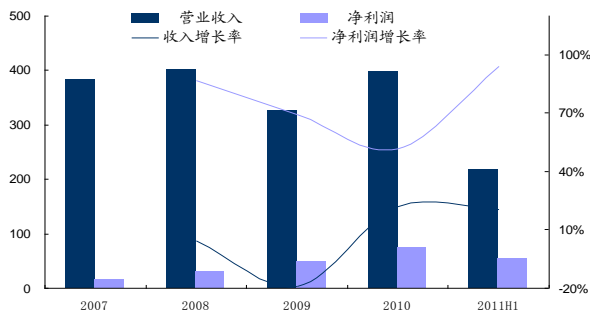
## 盈利增长保持强劲，基本复合预期

公司上半年实现收入 2.18 亿元，同比增 20.28%，环比增 7.52%；实现净利润 0.53 亿元，同比增 94.06%，环比增 17.86%；EPS0.31 元/股，同比减 8.82%，环比减 26.30%，主要原因是 2011 年 5 月 11 日公司实施完成 2010 年度利润分配方案，总股本由 1.07 亿股增加至 1.71 亿股所致；毛利率 34.58%，同比增 1.01 个百分点，环比增 3.39 个百分点；净利率 24.45%，同比增 9.3 个百分点，环比增 2.24 个百分点。

盈利大幅提升的主要原因之一是，上半年公司继续加强产品结构调整，不断提升高附加值产品（交联膜和高性能膜）的收入占比，进一步降低普通膜收入占比，其中交联膜、高性能膜的收入占比分别同比增加 0.45 和 0.91 个百分点，而普通膜收入占比则同比减少 3.08 个百分点；上半年普通膜、交联膜和高性能膜的毛利率分别为 30.01%、47.87%和 42.18%，分别同比增加 0.53、1.31 和 1.05 个百分点。

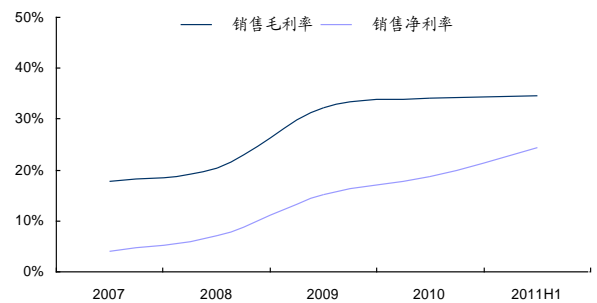
盈利大幅提升的另一个主要原因是，上半年公司继续加强采购、生产等各项管理，成本控制得力。其中，销售期间费用率为 11.22%，同比减少 7.11 个百分点；销售费用率为 3.39%，同比减少 0.41 个百分点；管理费用率为 6.60%，同比减少 0.18 个百分点；财务费用率为-4.71%，同比减少 6.51 个百分点。其中财务费用率大幅减少的主要原因：一是公司银行借款减少带来的利息支出减少以及募集资金产生的利息收入大幅增加；二是在人民币对美元升值的背景下，汇兑收益增加。

图 1: 公司上半年收入和净利润分别同比增 20.28%和 94.06%  
单位: 百万元



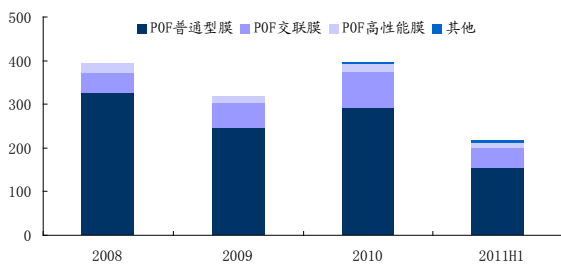
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司上半年毛利率和净利率分别提升 1.01 个百分点、  
9.3 个百分点



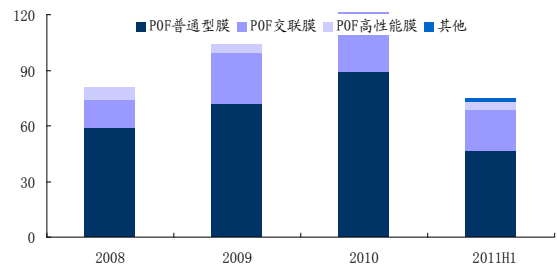
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 3: 上半年公司主营产品收入情况 单位: 百万元



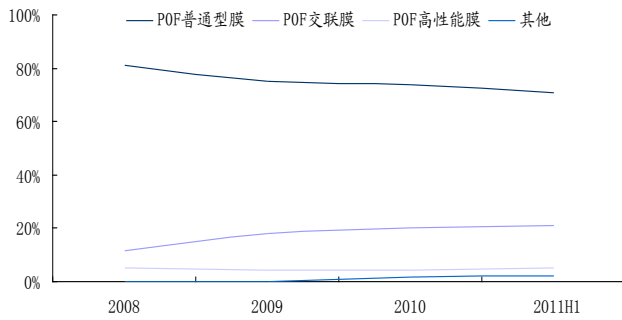
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 上半年公司主营产品利润情况 单位: 百万元



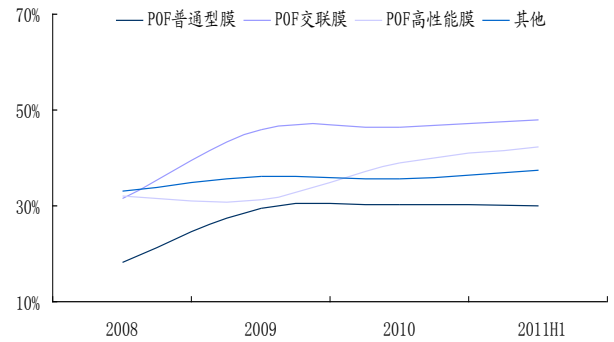
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 5: 上半年公司交联膜和高性能膜收入占比分别提升 0.45 和 0.91 个百分点, 普通膜收入占比减少 3.08 个百分点



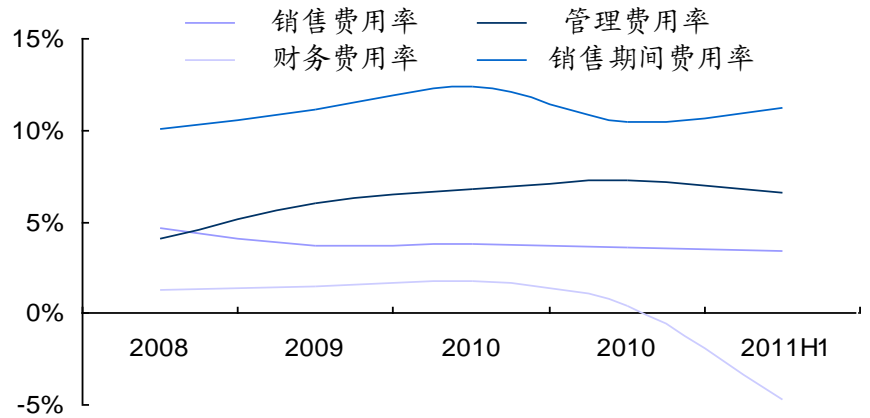
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 6: 上半年公司普通膜、交联膜和高性能膜的毛利率分别同比增 0.53、1.31 和 1.05 个百分点



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 7: 上半年公司销售期间费用率、销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比减少 7.11、0.41、0.18 和 6.51 个百分点



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 募投项目&超募项目如期进行 未来增长可期

上半年, 公司募投项目和超募项目建设按原计划实施。厂房土建施工部分顺利进行, 新型 3.4 米生产线的关键部件 (如收卷机等) 的加工工作取得初步成效。

其中募投项目之“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目”承诺投资总额为 2.11 亿元, 目前已投入 0.24 亿元, 投入进度为 11.42%, 2013 年 12 月可达到预定使用状态; 募投项目之“年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目”承诺投资总额为 0.41 亿元, 目前已投入约 319 万元, 投入进度为 7.77%, 2012 年 12 月可达到预定使用状态; 募投项目之“众成包装研发制造中心建设项目”承诺投资总额为 0.42 亿元, 目前已投入约 505 万元, 投入进度为 12.10%, 2012 年 12 月可达到预定使用状态。

另外, 超募项目“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线二期项目”承诺投资总额为 2.38 亿元, 目前已投入约 60 万元, 投入进度为 0.25%, 2014 年 6 月可达到预定使用状态。

## 维持“谨慎推荐”评级

如我们前期跟踪报告中阐述，根据公司目前的基本面情况，2011-2012年，公司业绩增长的主要驱动因素在于依靠自身产能利用率的进一步提升、产品结构的进一步优化、成品率的进一步提高等方面；若募投项目和超募项目能如期顺利进行，则新增产能将在2013年-2015年逐步释放，届时高附加值、高毛利率产品—POF 交联膜产能将大幅提升，公司未来增长可期，其长期投资价值值得关注。

2011年5月11日公司实施2010年度利润分配方案之后，总股本由1.07亿股增加至1.71亿股，相应地调整我们的估值模型，预计公司2011-2013的EPS分别为0.63元/股、0.88元/股、1.14元/股，目前股价对应PE分别为35.1倍、25.0倍、19.2倍，维持“谨慎推荐”评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	776	865	843	888	营业收入	397	478	545	713
应收款项	46	37	30	39	营业成本	262	306	343	446
存货净额	79	64	67	78	营业税金及附加	2	1	2	3
其他流动资产	2	3	4	4	销售费用	14	16	18	23
<b>流动资产合计</b>	<b>904</b>	<b>969</b>	<b>944</b>	<b>1009</b>	管理费用	29	29	30	39
固定资产	160	164	285	386	财务费用	2	0	(24)	(25)
无形资产及其他	35	35	34	33	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1103</b>	<b>1171</b>	<b>1266</b>	<b>1432</b>	营业利润	89	125	175	228
短期借款及交易性金融负债	51	51	25	25	营业外净收支	0	1	1	1
应付款项	45	24	22	29	<b>利润总额</b>	<b>89</b>	<b>126</b>	<b>176</b>	<b>229</b>
其他流动负债	14	17	19	25	所得税费用	14	19	26	34
<b>流动负债合计</b>	<b>109</b>	<b>92</b>	<b>66</b>	<b>79</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>107</b>	<b>150</b>	<b>195</b>
其他长期负债	1	1	1	1					
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>110</b>	<b>93</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	净利润	74	107	150	195
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	(0)	0	0
股东权益	993	1079	1199	1352	折旧摊销	18	17	20	29
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1103</b>	<b>1171</b>	<b>1266</b>	<b>1432</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	2	0	(24)	(25)
					营运资本变动	(47)	6	3	(8)
					其它	(3)	0	(0)	(0)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>130</b>	<b>174</b>	<b>216</b>
					资本开支	(12)	(20)	(140)	(130)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(20)</b>	<b>(140)</b>	<b>(130)</b>
					权益性融资	757	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	(21)	(30)	(42)
					其它融资现金流	(141)	0	(26)	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>611</b>	<b>(21)</b>	<b>(56)</b>	<b>(42)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>644</b>	<b>89</b>	<b>(22)</b>	<b>45</b>
					货币资金的期初余额	132	776	865	843
					货币资金的期末余额	776	865	843	888
					企业自由现金流	48	109	13	64
					权益自由现金流	(93)	109	7	85

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹	0755-82133528				
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn