

日期: 2014 年 11 月 21 日

行业: 非金属矿物制品业



朱立民

021-53519888-1907

zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 9.23 元
上市合理定价 RMB 22.33 ~26.79 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 20
发行后总股本 (百万股) .80
发行数量占发行后总股本 25%
发行方式 网上定价发行
网下询价配售 民生证券

保荐机构

主要股东 (IPO 前)

王进军 72.30%
王武军 11.00%
王孝军 8.00%
罗忠放 2.50%
王娟 2.00%

收入结构 (14H1)

塑料包装膜 63.5%
塑料托盘 25.4%
塑料缓冲材料 5.0%
其他 6.2%

报告编号: ZLM14-NSP04

首次报告日期: 2014 年 11 月 21 日

向富士康供应约 20%塑料包装产品

■ 投资要点:

公司为国内领先的电子产品塑料包装集成供应商

公司主要产品包括塑料包装膜、塑料托盘、塑料缓冲材料三大系列。公司业务主要集中在电子产品塑料包装领域, 电子产品包装占总收入的比例平均约 90%, 为国内领先的电子产品塑料包装集成供应商。

公司向富士康供应约 20%的塑料包装产品

公司各生产基地已为合约制造商中富士康的约 50 家、伟创力的约 10 家、纬创资通的 4 家、仁宝电脑的 2 家成员企业供货或已取得供应商资格, 公司与冠捷科技的合作从武汉拓展至青岛, 与海尔的合作从山东扩展至华南及川渝地区, 与莱宝高科的合作从深圳拓展至川渝, 与格力的合作从武汉扩展至华南地区。

募投项目附加值更高

本次募投项目所购置的生产设备更为先进、价格较高, 募投设备的生产效率和自动化程度更高、及部分新产品附加值更高, 利润总额/设备原值指标较公司现有指标有所提升。

盈利预测

预计募投项目的建设进度, 初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化-17.4%和 114.4%, 相应的稀释后每股收益为 0.41 元和 0.87 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予王子新材合理的定价为 22.33-26.79 元, 对应 2014 年每股收益的 50~60 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	49,812	47,658	46,500	76,292	106,102
年增长率 (%)	2.9%	-4.3%	-2.4%	64.1%	39.1%
归属于母公司的净利润	4,159	3,933	3,248	6,965	10,701
年增长率 (%)	10.6%	-5.4%	-17.4%	114.4%	53.6%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.52	0.49	0.41	0.87	1.34

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司主要从事塑料包装材料及产品的研发、设计、生产和销售。公司主要产品包括塑料包装膜、塑料托盘、塑料缓冲材料三大系列，广泛运用于计算机、通讯终端、消费电子、家电等电子产品及家具、日用消费品、食品等商品包装领域。公司业务主要集中在电子产品塑料包装领域，电子产品包装占总收入的比例平均约 90%，为国内领先的电子产品塑料包装集成供应商。

公司所处行业为包装行业中的塑料包装行业，根据服务的主要客户群体划分属于电子产品塑料包装行业。

● 行业前景

从包装工业各子行业看，纸制品包装业为当前最大的包装子行业。位居第二的是塑料制品包装业，广泛应用于电子、食品、医药、家具、建材等行业，中国包装联合会数据显示，2011 年塑料包装已占据我国包装工业约 33% 的市场份额。

下游电子信息制造业增长的同时，塑料包装行业自身技术进步也推动了行业的发展。随着塑料材料抗穿刺能力、抗拉强度、耐热性等性能日趋改善，且功能性（如透光性、防静电、可拉伸、热封性等）优势突出，电子产品越来越多地使用塑料包装材料代替传统的纸、玻璃和金属等包装材料。中国包装联合会预测，2011-2015 年，中国电子产品塑料包装市场年复合增长率将达到 16.75%，2015 年市场规模将达到 300.28 亿元。

● 行业竞争结构及公司的地位

电子产品塑料包装存在较为明显的销售半径，跨区供货不具有价格优势且弹性供货服务能力不足，因而，行业内企业早期往往区域性经营。随着合约制造商成为电子制造业的主力军，合约制造商产能分布较广且新增产能逐渐向人力成本相对较低的中西部区域转移，实力较强的包装企业追随合约制造商进行全国性布局，进一步增强了客户粘性，在与区域性包装企业竞争中处于优势地位。

电子产品制造业具有明显的区域聚集效应，包装企业以配套合约制造商为契机进入区域聚集市场，在服务大型合约制造商的同时，利用其全方位服务能力和规模优势拓展当地品牌厂商客户，实现对两类客户的双通道增长。

例如，截至目前，公司各生产基地已为合约制造商中富士康的约 50 家、伟创力的约 10 家、纬创资通的 4 家、仁宝电脑的 2 家成员企业供货或已取得供应商资格，以此为契机，公司与冠捷科技的合作从武汉拓展至青岛，与海尔的合作从山东扩展至华南及川渝地区，与莱宝高科的合作从深圳拓

展至川渝，与格力的合作从武汉扩展至华南地区。

由于运输成本限制，行业企业的经营半径有限，单个主体的辐射范围一般不超过 300 公里，因此，区域市场基本为相对独立且隔离的市场，一般不会出现“窜货”的现象，即本行业由彼此独立的区域性市场组成。

我国塑料包装起步于 20 世纪 70 年代，起步较晚，且塑料包材需求的层次性给予了中小包材企业一定的市场空间，销售半径因素一定程度上形成对中小包材企业的区域性保护，因而，中小包材企业在区域性市场的中低端产品供应上具有一定的生存空间，导致我国塑料包装行业呈现出散且不强局面。塑料加工工业协会显示，2007 年我国规模以上（年销售额 > 500 万元）塑料包装企业 1,500 多家，小规模企业则有上万家，且多年来并未得到有效整合，整体竞争力仍需逐渐加强，行业龙头的市场份额仍有较大的提升空间。

公司立足于电子制造业最发达的珠三角市场，与大型电子制造企业建立起长期合作关系，并已突破销售半径在全国电子制造业重点或新兴区域进行布局。

目前行业内的主要企业包括荣丰包装、维塔罗、法科达拉、大道工业以及公司。

公司是“中国包装行业百强企业”、“中国塑料包装行业 40 强企业”，在电子产品塑料包装行业具有规模优势和产品线优势，可生产包括塑料包装膜、塑料托盘和塑料缓冲材料三大系列上百个品种，产品线丰富，能够为客户提供一站式服务，降低了客户供应链管理成本。

公司有着较强的产品设计能力，能够在较短时间内根据客户的新产品设计出配套包材，从而不断扩大产品范围，满足现有客户及新增客户日益增长的需求。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由有限公司整体变更设立的股份有限公司。2009 年 12 月 4 日，栢兴实业股东会审议同意整体变更设立深圳王子新材料股份有限公司。

公司的控股股东和实际控制人为自然人王进军。本次发行前，王进军持有公司 72.30% 的股份。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例

1	王进军	4,338	72.30%	4,338	54.23%
2	王武军	660	11.00%	660	8.25%
3	王孝军	480	8.00%	480	6.00%
4	罗忠放	150	2.50%	150	1.88%
5	王娟	120	2.00%	120	1.50%
6	袁小娟	96	1.60%	96	1.20%
7	王龙汉	36	0.60%	36	0.45%
8	雷杰	36	0.60%	36	0.45%
9	李志宏	30	0.50%	30	0.38%
10	王占锋	18	0.30%	18	0.23%
11	韩红宾	18	0.30%	18	0.23%
12	吴礼平	18	0.30%	18	0.23%
13	公众投资者	-	-	2,000	25.00%
合计		6,000	100.00%	8,000	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
塑料包装膜	13,458	63.5%	26,401	55.4%	26,533	53.3%	30,128	63.5%
塑料托盘	5,372	25.4%	16,853	35.4%	18,257	36.7%	13,350	28.1%
塑料缓冲材料	1,051	5.0%	2,375	5.0%	3,177	6.4%	2,868	6.0%
其他	1,311	6.2%	2,029	4.3%	1,845	3.7%	1,135	2.4%
合计	21,192	100.0%	47,658	100.0%	49,812	100.0%	47,479	100.0%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	21192	-11.1%	47658	-4.3%	49812	2.9%	48391
营业利润	1624	-30.3%	4657	-22.7%	6022	1.1%	5959
利润总额	1659	-39.2%	5456	-8.0%	5930	-2.6%	6091
归属于母公司股东的净利润	1184	-39.8%	3933	-5.4%	4159	10.6%	3760

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司主要产品产能、产量、销量及产销率

期间	产品名称	产能	产量	产能利用率
2014 年 1-6 月	塑料包装膜	8,000	5,979.93	74.75%
	塑料托盘	3,500	2,068.05	59.09%
	塑料缓冲材料	200	191.78	95.89%
2013 年度	塑料包装膜	16,000	12,450.89	77.82%

2014 年 11 月 21 日

2012 年度	塑料托盘	7,600	5,926.69	77.98%
	塑料缓冲材料	400	252.12	63.03%
	塑料包装膜	16,000	13,100.92	81.88%
	塑料托盘	7,700	6,720.38	87.28%
2011 年度	塑料缓冲材料	850	793.22	93.32%
	塑料包装膜	16,000	14,293.73	89.34%
	塑料托盘	7,200	5,171.37	71.82%
	塑料缓冲材料	1,300	1,169.09	89.93%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

产品	2014H1		2013 年度		2012 年		2011 年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
塑料包装膜	2,248	59.0%	4,300	44.2%	5,338	47.8%	6,464	59.0%
塑料托盘	1,054	27.6%	4,311	44.4%	4,637	41.5%	3,036	27.7%
缓冲材料	307	8.1%	727	7.5%	876	7.8%	603	5.5%
其他	204	5.4%	382	3.9%	321	2.9%	115	1.1%
其他业务	-	-	-	-	-	-	747	6.8%
合计	3,813	100.0%	9,720	100.0%	11,172	100.0%	10,965	100.0%

资料来源：公司招股意向书

● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	拟投入募集资金合计 (万元)	建设项目投资进度	
			第一年	第二年
1	深圳王子新材料技改及无尘车间项目	4674	3086	1588
2	青岛冠宏年产 7,900 吨塑料包装制品项目	3733	2419	1314
3	成都新正环保包装生产建设项目	3766	2182	1584
4	补充营运资金项目	3000	3000	-
	合计	15173	10687	4486

资料来源：公司招股意向书

1) 深圳王子新材料技改及无尘车间项目

项目建成后于达产年将新增塑料包装制品产能共计 11,200 吨，其中无尘车间项目新增 PE 低发泡膜 500 吨、PE 防静电袋 1,000 吨、洁净托盘 1,200 吨，技改项目新增塑料滑托板 2,000 吨、塑料包装膜 4,500 吨、塑料托盘 2,000 吨。

项目经济效益评估：经测算，本项目的财务净现值（ $I_c=12\%$ ）为 5,434.26 万元，内部收益率达到 25.60%，项目内部收益率超过社会基准折现率，说明项目的经济效益较好，盈利能力较强。项目完全达产后，年均

新增销售收入 24,226.00 万元，年均新增利润总额 4,126.66 万元，年均新增净利润 3,095.00 万元，投资回收期（含建设期）为 5.80 年，具有良好的经济效益。

2) 青岛冠宏年产 7,900 吨塑料包装制品项目

项目达产后将年增塑料包装膜 5,200 吨，塑料托盘 1,100 吨，可视化包装 1,600 吨。

项目经济效益评估：经测算，本项目的财务净现值（ $I_c=12\%$ ）为 3,120.72 万元，内部收益率达到 23.72%，项目内部收益率超过社会基准折现率，说明项目的经济效益较好，盈利能力较强。项目完全达产后，年均新增销售收入 15,887.00 万元，年均新增利润总额 2,432.27 万元，年均新增净利润 1,824.20 万元，投资回收期（含建设期）为 5.95 年，具有良好的经济效益。

3) 成都新正环保包装生产建设项目

项目建设达产后将新增塑料包装膜 6,000 吨，塑料托盘 3,000 吨。

项目经济效益评估：经测算，本项目的财务净现值（ $I_c=12\%$ ）为 3,569.05 万元，内部收益率达到 24.84%，项目内部收益率超过社会基准折现率，说明项目的经济效益较好，盈利能力较强。项目完全达产后，年均新增销售收入 17,610.00 万元，年均新增利润总额 2,750.96 万元，年均新增净利润 2,063.22 万元，投资回收期（含建设期）为 5.97 年，具有良好的经济效益。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化-17.4%和 114.4%，相应的稀释后每股收益为 0.41 元和 0.87 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	49,812	47,658	46500	76292	106102
营业总成本	43,809	43,036	42264	67160	91983
营业成本	38,640	37,938	37433	59080	80732
营业税金及附加	327	335	326	534	743
销售费用	1,702	1,829	1786	2930	4074
管理费用	2,503	2,419	2325	3815	5305
财务费用	456	478	465	763	1061
资产减值损失	182	38	-70	39	68

其他经营收益	20	35	-30	35	35
投资净收益	20	28	-33	25	25
营业利润	6,022	4,657	4206	9167	14153
加：营业外收入	212	819	200	200	200
减：营业外支出	304	20	10	10	10
利润总额	5,930	5,456	4396	9357	14343
减：所得税	1,621	1,438	1099	2339	3586
净利润	4,309	4,018	3297	7018	10758
减：少数股东损益	150	85	49	53	57
归属于母公司所有者的净利润	4,159	3,933	3248	6965	10701
发行后总股本（万股）	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
摊薄 EPS	0.52	0.49	0.41	0.87	1.34

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

宏观经济波动与行业集中风险

公司立足于 塑料包装行业，但囿资金和源的限制，在“夯实基础、做精一点由到面”企业理念下专注于为富士康、伟创力海尔等大型电子企业提供全套包装配服务。

公司客户目前主要集中在电子制造行业，产品主要应用于电子产品的生产周转及销售包装，在前述背景下，报告期公司综合产能利用率有一定下降。公司已意识到行业集中的风险，正努力在食品医药等领域开拓业务，但中短期内下游相对单一的情况仍将持续。如果全球经济出现系统危机压低消费需求，或者电子制造业增速持续减缓甚至负增长，将对公司业绩造成较大影响。

2014 年年度经营业绩风险

公司 2013 年营业收入为 47,658.43 万元，净利润为 3,932.58 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 3,263.81 万元。根据目前的业务开展状况，公司预计 2014 年与 2013 年相比，营业收入同比变动幅度为-5%至 0%，净利润同比变动幅度为-25%至-15%，扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润变动幅度为-15%至-5%。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均动态市盈率为 111.7 倍，2014 年平均动态市盈率 149.0 倍；最近上市的中小板股票中，2013 年平均动态市盈率为 59.3 倍、2014 年平均动态市盈率 50.4 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
000859.SZ	国风塑业	6.00	-0.0689						2.5
002263.SZ	大东南	6.34	0.0194			326.8			2.0
000973.SZ	佛塑科技	7.13	0.0816			87.4			3.5
002014.SZ	永新股份	8.70	0.5411	0.5313	0.6139	16.1	16.4	14.2	1.9
002243.SZ	通产丽星	8.14	0.1673	0.0247	0.0603	48.7	329.6	135.0	2.0
002522.SZ	浙江众成	17.15	0.1658	0.1697	0.2647	103.4	101.1	64.8	5.7
002585.SZ	双星新材	14.29	0.1632			87.6			1.5
国内同行业整体平均						111.7	149.0	71.3	2.7

数据来源：Wind（11月19日最新价）

表 9： 最近上市中小板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
002717.SZ	岭南园林	26.80	0.59	0.75	0.97	1.20	45.2	35.6	27.6	22.4
002715.SZ	登云股份	30.11	0.37				81.8			
002713.SZ	东易日盛	44.00	0.85	1.03	1.34	1.72	52.0	42.6	32.9	25.6
002726.SZ	龙大肉食	24.90	0.53	0.56	0.70	0.88	46.7	44.3	35.8	28.2
002727.SZ	一心堂	47.18	0.93	1.16	1.46	1.78	51.0	40.5	32.4	26.5
002728.SZ	台城制药	41.99	0.81	0.88	0.97	1.06	52.1	47.7	43.5	39.5
002729.SZ	好利来	43.66	0.62	0.68	0.87	1.03	69.9	64.0	49.9	42.2
002730.SZ	电光科技	25.68	0.43	0.51	0.62	0.75	60.0	49.9	41.7	34.5
002731.SZ	萃华珠宝	42.80	0.74	0.76	0.92	1.05	58.2	56.6	46.5	40.7
002724.SZ	海洋王	32.82	0.43	0.45	0.53	0.62	76.1	72.3	61.9	52.9
平均值							59.3	50.4	41.4	34.7

资料来源：Wind；股价以 11 月 19 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予王子新材合理的定价为 22.33-26.79 元，对应 2014 年每股收益的 50~60 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。