

产能逐步释放, 新市场不断开拓

投资要点

- **紧贴终端消费, POF热收缩膜市场逐渐扩大。** 食品饮料是热收缩膜最大的应用市场, 其次在化妆品、日用品和医药产品的应用领域也逐渐增多。在下游行业逐步发展的同时, POF热收缩膜以其低碳环保, 拉伸力度强, 密度小等优点在热收缩膜中占比不断增大, 正成为热收缩膜市场主流。
- **产能逐步释放, 产品结构优化:** 浙江众成现拥有 POF普通型膜 21000吨, POF交联膜 11500吨, POF高性能膜 2000吨, 还有柔性线 4条生产交联膜和高性能膜, 产能约在 6000吨。以上产能中, 新增产能都已于 13年底前到达预定可使用状态, 但是由于设备自制, 经验缺乏, 磨合时间需要, 一直没有达到预期效益。公司经过 14年的完善和改造使产品质量和性能逐步达到了预期效果, 有望于 2015年正常投产。公司克服了制约发展的产能不足等问题, 并且增加了高附加值的交联膜和高性能膜等产品产能, 优化公司产品结构和获利能力。
- **投资 TP AE 项目, 开拓新市场。** 热塑性弹性体(TPE) 是 20世纪 60年代发展起来的新型高分子材料, 兼具传统橡胶的高弹性和热塑性塑料的热塑加工性, 能够像热塑性树脂一样进行多次加工并被回收和再利用, 也是未来高分子材料发展的方向。而控股子公司主营研发的新型聚酰胺弹性体(TPAE) 克服了传统 TPAE 价格贵、硬度高的缺点, 极大地扩展了其应用领域, 具有极好的市场应用前景, 为公司开拓了新的增长点。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测 2015年-2017年 EPS 分别为 0.15元、0.22元和 0.34元, 对应的市盈率分别为 202倍、137倍和 89倍。我们认为, 公司市场逐步扩大, 产能也相应释放, 加之产品结构不断优化, 为公司 15年的业绩提升打下坚实基础。随着新项目的投产, 业绩有望持续增高。预计 6个月目标价 36元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产能释放不达预期的风险, 新项目低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	541.63	800.59	950.57	1176.01
增长率	6.97%	47.81%	18.73%	23.72%
归属母公司净利润(百万元)	60.21	131.30	194.03	297.26
增长率	-17.79%	118.07%	47.77%	53.20%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.15	0.22	0.34
净资产收益率 ROE	4.38%	8.83%	11.63%	15.31%
PE	441.57	202.49	137.03	89.44
PB	19.50	17.86	15.92	13.64

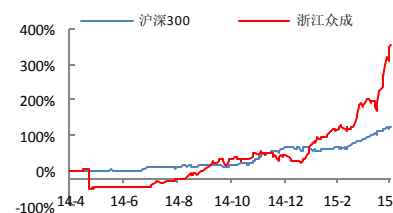
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8.83
流通 A 股(亿股)	5.09
52 周内股价区间(元)	3.25-30.95
总市值(亿元)	266
总资产(亿元)	18.5
每股净资产(元)	1.49

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	541.63	800.59	950.57	1176.01	净利润	59.68	131.40	194.23	298.26
营业成本	401.43	553.25	623.05	720.12	折旧与摊销	48.34	50.20	70.25	111.44
营业税金及附加	2.86	4.22	5.01	6.20	财务费用	4.29	12.01	12.36	11.76
销售费用	19.77	29.22	34.69	42.92	资产减值损失	-0.47	0.35	0.02	0.09
管理费用	71.25	80.06	85.55	88.20	经营营运资本变动	-492.59	-252.32	-143.99	-218.50
财务费用	4.29	12.01	12.36	11.76	其他	465.61	-29.55	-34.55	-39.55
资产减值损失	-0.47	0.35	0.02	0.09	经营活动现金流净额	84.86	-87.91	98.32	163.50
投资收益	24.54	30.00	35.00	40.00	资本支出	-75.96	-575.00	-626.00	-630.00
公允价值变动损益	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	其他	-509.90	14.36	10.59	6.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-585.86	-560.64	-615.41	-623.45
营业利润	66.59	151.04	224.43	346.27	短期借款	131.36	406.27	397.07	259.38
其他非经营损益	3.28	2.79	2.95	2.90	长期借款	0.00	150.00	150.00	240.00
利润总额	69.87	153.83	227.38	349.17	股权融资	300.40	0.00	0.00	0.00
所得税	10.19	22.43	33.15	50.91	支付股利	-66.25	-6.02	-13.13	-19.40
净利润	59.68	131.40	194.23	298.26	其他	-57.77	-8.71	-9.36	-8.76
少数股东损益	-0.53	0.10	0.20	1.00	筹资活动现金流净额	307.74	541.55	524.58	471.22
归属母公司股东净利润	60.21	131.30	194.03	297.26	现金流量净额	-195.56	-107.00	7.50	11.27
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	147.03	40.03	47.53	58.80	成长能力				
应收和预付款项	61.92	100.29	115.30	142.70	销售收入增长率	6.97%	47.81%	18.73%	23.72%
存货	141.45	194.94	219.53	253.74	营业利润增长率	-20.78%	126.81%	48.59%	54.29%
其他流动资产	489.86	724.06	859.71	1063.60	净利润增长率	-18.56%	120.16%	47.81%	53.56%
长期股权投资	107.71	117.71	132.71	152.71	EBITDA 增长率	13.51%	78.87%	43.98%	52.91%
投资性房地产	1.96	2.14	2.10	2.09	获利能力				
固定资产和在建工程	741.86	1199.45	1689.74	2144.59	毛利率	25.88%	30.90%	34.45%	38.77%
无形资产和开发支出	32.84	100.17	165.75	229.58	三费率	17.60%	15.15%	13.95%	12.15%
其他非流动资产	18.51	23.39	32.26	45.14	净利率	11.02%	16.41%	20.43%	25.36%
资产总计	1743.12	2502.18	3264.63	4092.94	ROE	4.38%	8.83%	11.63%	15.31%
短期借款	180.67	586.95	984.02	1243.40	ROA	5.64%	3.42%	6.52%	7.25%
应付和预收款项	130.71	184.07	205.81	239.63	ROIC	5.99%	8.24%	8.30%	9.68%
长期借款	0.00	150.00	300.00	540.00	EBITDA/销售收入	22.01%	26.64%	32.30%	39.92%
其他负债	68.65	92.39	104.93	121.19	营运能力				
负债合计	380.03	1013.41	1594.76	2144.21	总资产周转率	0.36	0.38	0.33	0.32
股本	441.64	441.64	441.64	441.64	固定资产周转率	0.75	1.09	0.73	0.57
资本公积	717.84	717.84	717.84	717.84	应收账款周转率	9.52	11.06	10.07	10.26
留存收益	197.59	322.87	503.77	781.62	存货周转率	3.19	3.29	3.01	3.04
归属母公司股东权益	1356.77	1482.35	1663.25	1941.10	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	104.22%	--	--	--
少数股东权益	6.32	6.42	6.62	7.62	资本结构				
股东权益合计	1363.09	1488.77	1669.87	1948.72	资产负债率	21.80%	40.50%	48.85%	52.39%
负债和股东权益合计	1743.12	2502.18	3264.63	4092.94	带息债务/总负债	47.54%	72.72%	80.51%	83.17%
					流动比率	2.29	1.25	0.97	0.96
					速动比率	1.91	1.02	0.80	0.80
					股利支付率	110.03%	4.59%	6.77%	6.53%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	119.22	213.25	307.04	469.47	每股收益	0.07	0.15	0.22	0.34
PE	441.57	202.49	137.03	89.44	每股净资产	1.54	1.69	1.89	2.21
PB	19.50	17.86	15.92	13.64	每股经营现金	0.10	-0.10	0.11	0.19
PS	49.09	33.21	27.97	22.61	每股股利	0.08	0.01	0.01	0.02
EV/EBITDA	111.59	65.47	47.20	31.88					
股息率	0.25%	0.02%	0.05%	0.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn