

## 关注公司产能明年释放

- 产品下游需求旺盛。**公司的业务主要集中在电子产品塑料包装领域,下游行业主要为电子信息制造业。根据2014年电子信息产业统计公报,2014年,我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长12.2%,高于同期工业平均水平3.9个百分点,在全国41个工业行业中增速居第7位。公报预计,2015年我国规模以上电子信息制造业增加值将同比增长10%左右。
- 公司全国布局,订单快速响应。**公司在主要的电子产品集中区域都有设立子公司,不仅降低了运输成本,也满足了公司客户中富士康、海尔、伟创力等大型电子企业产能分布较广的需要,同时还开辟了当地新的市场。与国内同行业上市公司相比,公司的布局明显占优。公司能够在较短时间内完成产品设计、原材料采购、生产及产品配送等所有工作。公司同时采取了常备安全库存、提供“贴厂”服务等措施,满足客户采用JIT生产方式对交货期的要求。
- 产能2016年底将大幅提升。**募投项目建成后,将新增塑料包装制品产能共计28100吨,其中塑料包装膜产能18800吨、塑料托盘产能9300吨,产能分别增长117.5%和132.9%。公司在募投项目中将重点发展冷收缩型可视化包装膜、PE低发泡膜、新型可循环塑料滑托板等新型产品,以此提高产品的附加值。新产能的释放将有助于解决订单高峰期产能临时性不足的问题,并满足现有客户日益增长的包装需求。同时,募投项目科技含量的提升有助于吸引新的订单,开拓新的细分市场并改善产品毛利率。
- 立足电子,开拓新市场。**公司目前业务主要集中在电子产品塑料包装领域,未来仍将立足电子,并开拓食品和医药等下游行业。而立足电子也不是简单扩大产能,而更注重调整产品结构,增加高附加值产品的比重。计划在无尘车间生产的PE低发泡膜、PE防静电袋和洁净托盘产品广泛应用于光电与微电子等对包装产品高洁净度具有要求的高端电子行业,无尘车间的建成也将有助于公司开拓食品和医药包装市场。
- 估值与评级:**公司下游需求旺盛,产能2016年底将大幅提升。预计公司2015-2017年基本每股收益分别为0.44元、0.48元和0.56元,以6月29日收盘价38.82元为基准,对应动态市盈率分别为88倍、81倍和70倍。公司目前的市值仅31亿元,首次给予公司“增持”评级。
- 风险提示:**产品订单及募投项目建设或不达预期。

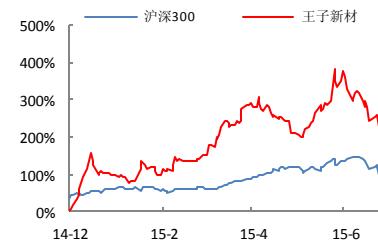
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	479.92	512.82	564.01	668.73
增长率	0.70%	6.85%	9.98%	18.57%
归属母公司净利润(百万元)	32.48	35.23	38.45	44.58
增长率	-17.40%	8.47%	9.14%	15.95%
每股收益EPS(元)	0.41	0.44	0.48	0.56
净资产收益率ROE	7.49%	7.56%	7.68%	8.23%
PE	95.60	88.14	80.76	69.66
PB	7.05	6.56	6.11	5.65

数据来源: WIND, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wangz@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)	0.8
流通A股(亿股)	0.2
52周内股价区间(元)	38.82-70.35
总市值(亿元)	31.06
总资产(亿元)	5.34
每股净资产(元)	5.55

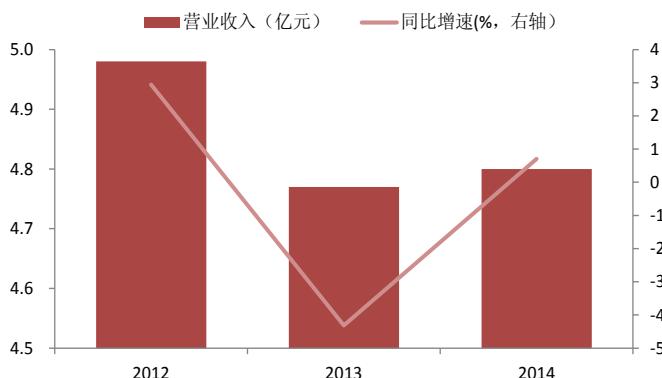
### 相关研究

## 1. 公司简介

公司主要从事塑料包装材料的研发、生产及销售，主要产品包括塑料包装膜、塑料托盘、塑料缓冲材料等包装材料，主要应用于计算机、智能手机、家用电器等电子产品的生产周转及销售包装。公司是国内领先的电子产品塑料包装集成供应商，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%。公司实际控制人是王进军，直接持有公司 54.23% 的股份，王武军、王孝军、王娟系其同一家族成员，三人共计持有公司 15.75% 的股份。

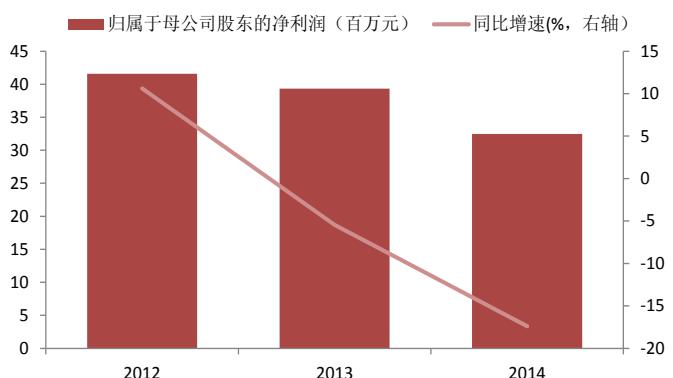
2014 年全年，公司实现营业收入 4.80 亿元，同比增长 0.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 3248 万元，同比下降 17.40%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2996 万元，同比下降 8.22%；实现基本每股收益 0.53 元。公司业绩的下降主要由于营业成本和销售费用的上升。

图 1：公司近三年营业收入及增速



数据来源：WIND，西南证券

图 2：公司近三年归属于上市公司股东净利润及增速



数据来源：WIND，西南证券

## 2. 产品下游需求旺盛

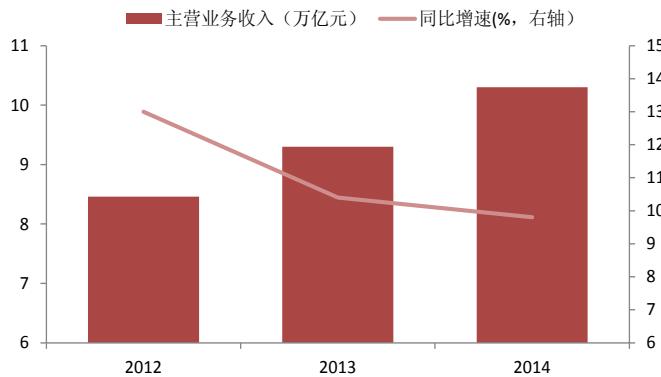
中国包装联合会数据显示，2006-2010 年，中国包装工业规模平均增速超过 20%，至 2010 年已形成 1.2 万亿元的市场规模。其后，虽然全球经济回升乏力，但我国包装工业仍实现较快增长，2012 年规模达 1.5 万亿元，使得我国成为仅次于美国的世界第二包装大国。2013 年世界包装产业高峰论坛预计，未来十年，我国包装产业增速仍将超过 20%。

从各子行业看，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。

公司的业务主要集中在电子产品塑料包装领域，下游行业主要为电子信息制造业，电子信息制造业的走势直接关系到公司业务的开展。根据 2014 年电子信息产业统计公报，2014 年，我国规模以上电子信息制造业企业共有 1.87 万家，全年实现主营业务收入 10.3 万亿元，同比增长 9.8%；利润总额 5052 亿元，同比增长 20.9%。2014 年，我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 12.2%，高于同期工业平均水平 3.9 个百分点，在全国 41 个工业行

业中增速居第 7 位。公报预计, 2015 年我国规模以上电子信息制造业增加值将同比增长 10% 左右。

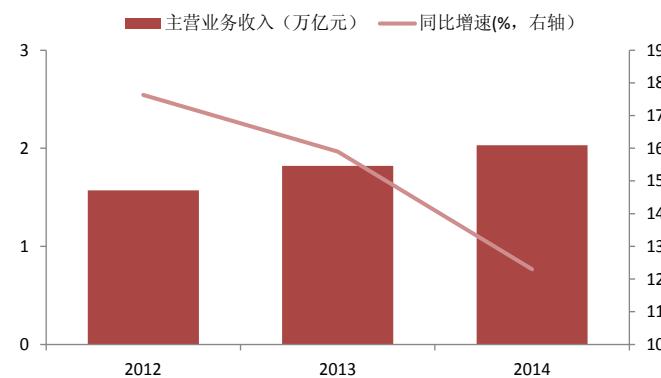
图 3: 规模以上电子信息制造业主营业务收入及增速



数据来源: 工信部网站, 西南证券

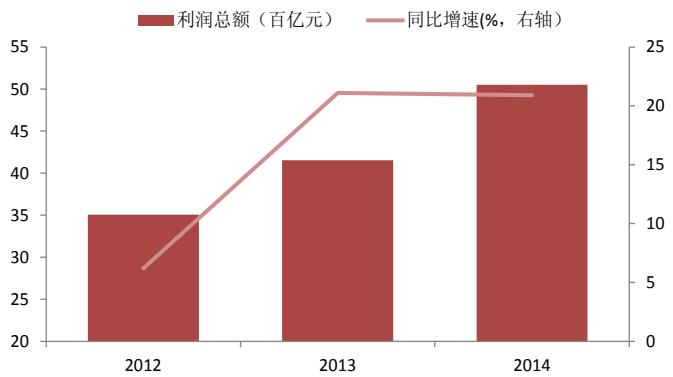
公司也正在努力开拓食品和医药等下游行业。随着居民生活水平的逐渐提高, 人们对于食品提出了更高的要求, 食品包装也越来越受到重视。食品包装不仅关系到食品安全, 也关系到产品形象, 好的包装设计可以树立品牌形象, 增强人们的购买欲。2014 年, 全国食品制造业实现主营业务收入 2.0 万亿元, 同比增长 12.3%; 利润总额 1693 亿元, 同比增长 9.8%。2014 年, 全国饮料制造业实现主营业务收入 1.6 万亿元, 同比增长 7.0%; 利润总额 1603 亿元, 同比下降 3.1%。2014 年, 我国规模以上食品制造业增加值同比增长 8.6%; 规模以上饮料制造业增加值同比增长 6.5%。

图 5: 食品制造业主营业务收入及增速



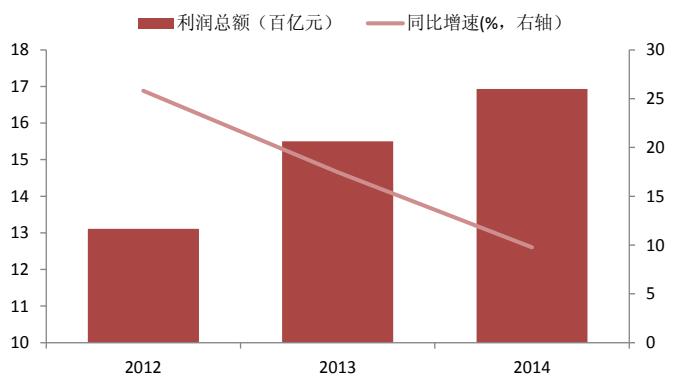
数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 规模以上电子信息制造业利润总额及增速



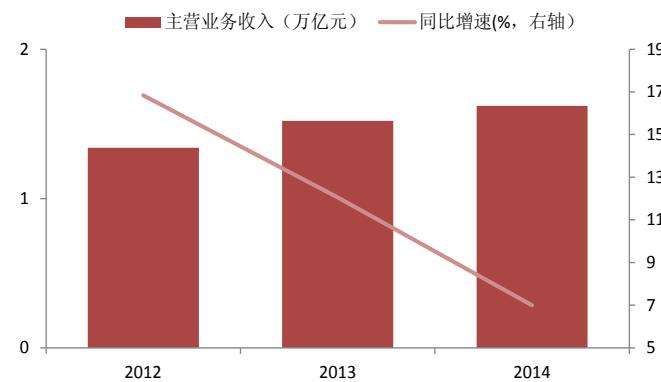
数据来源: 工信部网站, 西南证券

图 6: 食品制造业利润总额及增速



数据来源: WIND, 西南证券

图 7: 饮料制造业主营业务收入及增速

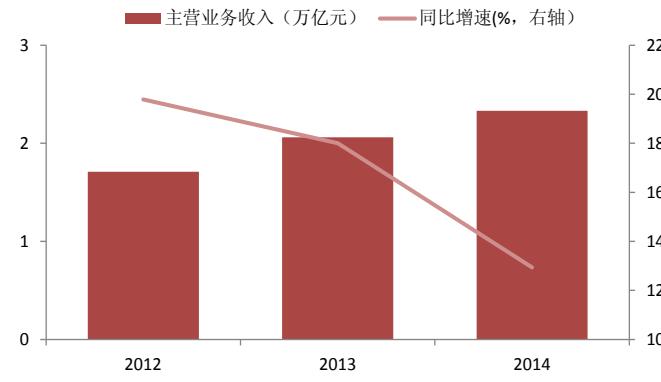


数据来源：WIND, 西南证券

随着我国人口老龄化到来，人们对健康越来越重视以及医保体系的日趋完善，医药制造业也迎来发展机会。2014年，全国医药制造业实现主营业务收入2.3万亿元，同比增长12.9%；利润总额2322亿元，同比增长12.1%。2014年，我国规模以上医药制造业增加值同比增长12.3%。虽然医药制造业近年的增速呈现下滑态势，但仍保持较快增长。

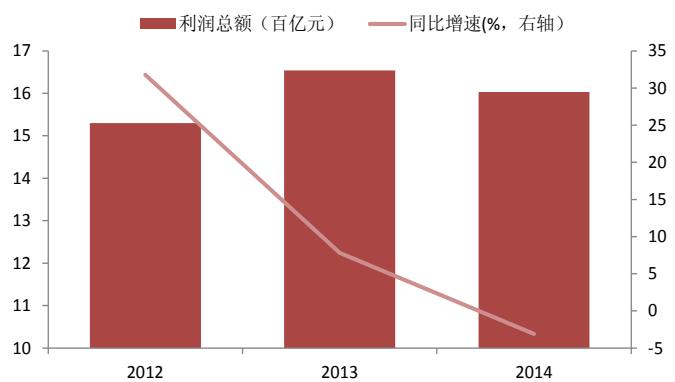
塑料包装材料在医药制造业应用十分广泛，不仅可用于片剂、粉剂、颗粒状药品包装，也可用于膏状、液体以及药品纸盒包装的内衬，各种塑料袋、塑料瓶、塑料泡罩包装逐渐替代纸袋和玻璃瓶等传统包材，占据了医药包装市场最大的份额。塑料包装产业将随着医药制造业的快速发展而发展。

图 9: 医药制造业主营业务收入及增速



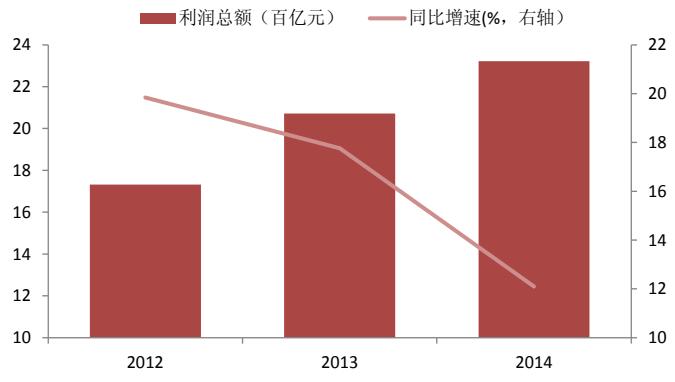
数据来源：WIND, 西南证券

图 8: 饮料制造业利润总额及增速



数据来源：WIND, 西南证券

图 10: 医药制造业利润总额及增速



数据来源：WIND, 西南证券

### 3. 公司全国布局，订单快速响应

#### 全国布局

公司在深圳、廊坊、青岛、武汉、珠海、郑州、成都、苏州、南宁等主要的电子产品集中区域都有设立子公司。由于塑料包装产品存在一定的运输半径，公司全国布局的策略，不仅降低了运输成本，也满足了公司客户中富士康、海尔、伟创力等大型电子企业产能分布较广的需要，同时还开辟了当地新的市场。而且，为大型客户“贴身服务”也保障了公司供货的及时性和稳定性。与国内同行业上市公司相比，公司的布局明显占优。

表 1：同行业上市公司分布区域比较

公司	塑料包装业务相关子公司		产品应用领域
	数量	分布	
国风塑业	2家	均在安徽	食品、日化、农业、烟草、建材等
大东南	7家	均在浙江	烟草、食品、药品、轻纺、化妆品等
佛塑科技	14家	佛山 12 家，成都、无锡各 1 家	食品、烟草、服装、医药、农业、电子等
永新股份	3家	广州、河北、安徽各 1 家	食品、日化、医药、农业、建材、电子等
通产丽星	11家	深圳 6 家，上海 2 家，广州、苏州、香港各 1 家	化妆品包装
浙江众成	2家	浙江、美国各 1 家	食品、饮料、日化、电子产品、医药等
双星新材	无	无	食品、饮料、医药、化工和日用品包装
王子新材	14家	分布全国	电子产品

数据来源：公司招股说明书，西南证券

#### 订单快速响应

公司凭借较强的柔性加工能力、行业领先的产能规模、全国性的战略布局以及良好的管理模式，能够快速整合资源，在较短时间内完成产品设计、原材料采购、生产及产品配送等所有工作，包含设计程序在内的新包装产品送样时间最短可达 3 天，常规产品做到“24 小时供货”。公司同时采取了常备安全库存、提供“贴厂”服务等措施，满足客户采用 JIT 生产方式对交货期的要求。公司目前服务的大型客户包括了富士康、海尔、伟创力、理光、爱普生等。公司凭借良好的服务和产品品质，与这些大型客户建立了长期、稳定的合作关系。

### 4. 未来看点

#### 产能 2016 年底将大幅提升

公司目前具备的具体产能情况如下：塑料包装膜产能 16000 吨、塑料托盘产能 7000 吨、塑料缓冲材料产能 400 吨。募投项目将于 2016 年 11 月 27 日达到预定可使用状态。募投项目建成后，将新增塑料包装制品产能共计 28100 吨，其中塑料包装膜产能 18800 吨、塑料托盘产能 9300 吨，产能分别增长 117.5% 和 132.9%。公司在募投项目中将重点发展冷收缩型可视化包装膜、PE 低发泡膜、新型可循环塑料滑托板等新型产品，以此提高产品的附加值。

公司采用订单生产模式，近三年来的产销率都超过了 100%，这是因为公司产能分布与下游需求分布之间存在差异、部分需求量较小的新型订单在初期不购置设备自产、订单高峰期存在产能临时性不足等，公司存在外购包装材料直接对外销售的情况。新产能的释放将有助于解决订单高峰期产能临时性不足的问题，并满足现有客户日益增长的包装需求。同时，募投项目科技含量的提升有助于吸引新的订单，开拓新的细分市场并改善产品毛利率。

### 立足电子，开拓新市场

公司目前业务主要集中在电子产品塑料包装领域，未来仍将立足电子，并开拓食品和医药等下游行业。而立足电子也不是简单扩大产能，而更注重调整产品结构，增加高附加值产品的比重。

深圳募投项目将建设无尘车间并生产 PE 低发泡膜、PE 防静电袋和洁净托盘产品，其中 PE 低发泡膜为新型包装材料，可广泛应用于玻璃基板、背光板、导光板、偏光板等液晶模组的生产流转及包装，需求巨大。计划生产的 PE 防静电袋和洁净托盘等产品亦广泛应用于光电与微电子等对包装产品高洁净度具有要求的高端电子行业。由于食品和医药包装对于生产环境同样有较高的要求，无尘车间的建成也将有助于公司开拓食品和医药包装市场。

## 5. 盈利预测与投资建议

公司下游需求旺盛，产能 2016 年底将大幅提升。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 0.44 元、0.48 元和 0.56 元，以 6 月 29 日收盘价 38.82 元为基准，对应动态市盈率分别为 88 倍、81 倍和 70 倍。公司目前的市值仅 31 亿元，首次给予公司“增持”评级。

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	479.92	512.82	564.01	668.73	净利润	33.00	35.74	39.07	45.29
营业成本	390.48	417.32	459.10	545.37	折旧与摊销	7.93	11.02	21.58	32.62
营业税金及附加	3.05	3.39	3.72	4.39	财务费用	1.29	0.51	0.72	0.61
销售费用	19.09	19.90	21.83	26.08	资产减值损失	0.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.00	25.64	28.20	33.44	经营营运资本变动	-2.49	-6.42	-15.68	-31.19
财务费用	1.29	0.51	0.72	0.61	其他	-3.64	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	36.70	40.85	45.70	47.34
投资收益	-0.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	-36.67	-127.05	-77.28	-30.27
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	14.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.65	-127.05	-77.28	-30.27
<b>营业利润</b>	<b>40.95</b>	<b>46.06</b>	<b>50.44</b>	<b>58.84</b>	短期借款	-20.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.49	2.07	2.17	2.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>44.43</b>	<b>48.13</b>	<b>52.61</b>	<b>60.99</b>	股权融资	151.22	0.00	0.00	0.00
所得税	11.44	12.39	13.54	15.70	支付股利	-3.96	-3.27	-3.55	-3.88
<b>净利润</b>	<b>33.00</b>	<b>35.74</b>	<b>39.07</b>	<b>45.29</b>	其他	-0.02	-0.51	-0.72	-0.61
少数股东损益	0.51	0.51	0.62	0.71	筹资活动现金流净额	127.24	-13.78	-4.27	-4.49
归属母公司股东净利润	32.48	35.23	38.45	44.58	<b>现金流量净额</b>	<b>141.58</b>	<b>-99.98</b>	<b>-35.85</b>	<b>12.58</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	203.29	103.31	67.46	80.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	200.24	212.65	232.46	276.93	销售收入增长率	0.70%	6.85%	9.98%	18.57%
存货	61.54	65.77	72.36	85.95	营业利润增长率	-12.08%	12.49%	9.51%	16.65%
其他流动资产	0.84	0.90	0.99	1.17	净利润增长率	-17.87%	8.32%	9.31%	15.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.69%	14.79%	26.31%	26.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	83.41	199.75	255.76	253.71	毛利率	18.64%	18.62%	18.60%	18.45%
无形资产和开发支出	17.68	17.45	17.22	17.00	三费率	9.25%	8.98%	9.00%	8.99%
其他非流动资产	2.40	2.32	2.24	2.15	净利率	6.88%	6.97%	6.93%	6.77%
<b>资产总计</b>	<b>569.41</b>	<b>602.15</b>	<b>648.48</b>	<b>716.95</b>	ROE	7.49%	7.56%	7.68%	8.23%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.04%	5.80%	5.94%	6.03%
应付和预收款项	102.85	112.02	121.13	144.67	ROIC	11.03%	9.70%	8.30%	8.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.45%	11.23%	12.90%	13.77%
其他负债	15.92	17.02	18.72	22.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>128.77</b>	<b>129.04</b>	<b>139.85</b>	<b>166.90</b>	总资产周转率	0.99	0.88	0.90	0.98
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	7.27	7.34	3.41	2.63
资本公积	162.64	162.64	162.64	162.64	应收账款周转率	2.83	2.83	2.90	3.00
留存收益	195.80	227.76	262.66	303.37	存货周转率	6.61	6.56	6.65	6.89
归属母公司股东权益	438.43	470.39	505.30	546.00	销售回款/净利润/营业收入	107.95%	—	—	—
少数股东权益	2.21	2.72	3.34	4.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>440.64</b>	<b>473.11</b>	<b>508.63</b>	<b>550.05</b>	资产负债率	22.61%	21.43%	21.57%	23.28%
负债和股东权益合计	569.41	602.15	648.48	716.95	带息债务/总负债	7.77%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	3.62	2.97	2.67	2.66
EBITDA	50.17	57.59	72.74	92.08	速动比率	3.14	2.46	2.15	2.15
PE	95.60	88.14	80.76	69.66	股利支付率	12.19%	9.29%	9.23%	8.69%
PB	7.05	6.56	6.11	5.65	<b>每股指标</b>				
PS	6.47	6.06	5.51	4.64	每股收益	0.41	0.44	0.48	0.56
EV/EBITDA	58.02	52.10	41.74	32.84	每股净资产	5.51	5.91	6.36	6.88
股息率	0.13%	0.11%	0.11%	0.12%	每股经营现金	0.46	0.51	0.57	0.59
					每股股利	0.05	0.04	0.04	0.05

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 15 楼  
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

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

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

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn