



## POF膜老树新花，新项目落地在即

### 投资要点

- **公司是全球 POF 热收缩膜龙头之一。**公司自成立以来，致力于研发新型聚烯烃收缩膜系列产品，目前公司所生产的系列产品中大部分是中国首创，产品质量已达到国际领先水平，成为了全球最专业、生产规模最大的聚烯烃收缩膜制造商之一。POF 热收缩膜产品可细分为 POF 普通型膜、POF 高性能膜、POF 交联膜三大类八大系列，目前公司这三大类产品的销售收入和毛利占比均超过 95%，是公司收入和利润的主要来源。热收缩膜属于塑料包装行业，且逐渐成为塑料包装行业的主流趋势，而 POF 热收缩膜则是整个塑料包装行业的“宠儿”。
- **顺应行业发展，主营产品结构优化。**近几年来，POF 普通膜产品竞争日益激烈，毛利率逐年下降，而高性能膜和交联型热收缩膜的价格和毛利均较高，属于 POF 膜的高端产品。公司顺应行业发展要求，开始主动做产品结构调整，在国内率先开发出 POF 交联膜等高端产品。随着 POF 交联膜的不断推广，其营收占比已在 16 年超过 POF 普通膜。我们认为公司产品结构的不断优化还在进行之中，为公司主业稳步发展保驾护航。
- **投资建设“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”、“热塑性高弹性体”等项目，提供丰厚利润空间。**公司于 2015 年 5 月 20 日公告，为丰富和拓展公司的产品结构，公司拟使用自有投资建设“高性能聚丙烯薄膜试制项目”，进一步优化产品结构，形成高性能功能性聚丙烯薄膜与 POF 聚烯烃热收缩膜多主营产品共同发展的良好局面，提升公司的可持续发展能力。且公司拟募集资金不超过 4 亿用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体项目，项目建设期为 1.5 年，预计 2017 年 6 月可达到使用状态。年产 12 万吨热塑性弹性体材料生产项目预计可实现年均销售收入 29.6 亿元，年均利润总额约 10 亿元，将极大的增强公司的盈利能力。
- **盈利预测及评级：不考虑增发并购，**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14 元、0.19 元、0.79 元，对应动态 PE 分别为 119 倍、87 倍、21 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险、热塑性高弹性体项目进展不及预期的风险、高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目不及预期的风险。

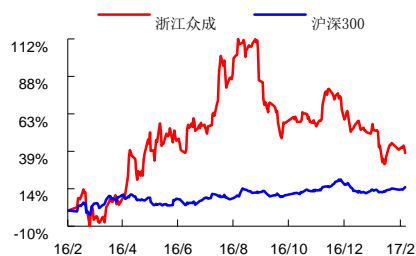
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	483.76	550.64	1140.61	2236.85
增长率	-10.68%	13.82%	107.14%	96.11%
归属母公司净利润 (百万元)	67.77	121.26	165.80	694.10
增长率	12.56%	78.91%	36.74%	318.63%
每股收益 EPS (元)	0.08	0.14	0.19	0.79
净资产收益率 ROE	4.65%	8.02%	10.68%	33.14%
PE	214	119	87	21
PB	10.47	9.99	9.51	6.91

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  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本 (亿股)	8.83
流通 A 股 (亿股)	6.17
52 周内股价区间 (元)	10.72-25.27
总市值 (亿元)	144.86
总资产 (亿元)	19.70
每股净资产 (元)	1.61

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：全球 POF 热收缩膜行业龙头之一</b> .....	<b>1</b>
<b>2 产品结构升级顺应行业发展趋势，主业重回上升通道</b> .....	<b>2</b>
2.1 POF 热收缩膜市场空间广阔.....	3
2.2 POF 普通膜竞争激烈，高端膜寡头垄断.....	7
2.3 顺应行业发展，拓展高端产品.....	8
<b>3 高性能聚丙烯薄膜试制，挖掘新兴利润增长极</b> .....	<b>9</b>
<b>4 拟建设热塑性弹性体项目，提供丰厚利润空间</b> .....	<b>10</b>
4.1 自行研发新型聚酰胺类热塑性弹性体，技术水平国际领先.....	11
4.2 新型 TPAE 下游应用广泛，盈利能力强劲.....	14
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2016 年 H1 主营业务结构情况.....	1
图 2: 公司 2016 年 H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	1
图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速.....	1
图 5: 浙江众成股权结构较为集中.....	2
图 6: 塑料包装规模仅次于纸包装.....	2
图 7: POF 热收缩膜逐渐成为塑料包装主流.....	3
图 8: POF 热收缩膜的应用领域.....	5
图 9: POF 热收缩膜全球市场需求量预测.....	5
图 10: POF 热收缩膜国内市场需求预测.....	5
图 11: POF 热收缩膜的分类.....	7
图 12: 公司收入构成.....	8
图 13: 公司各产品毛利率回升.....	8
图 14: 全球 TPE 消费量预测.....	11
图 15: 全球 TPE 市场空间预测.....	11

## 表 目 录

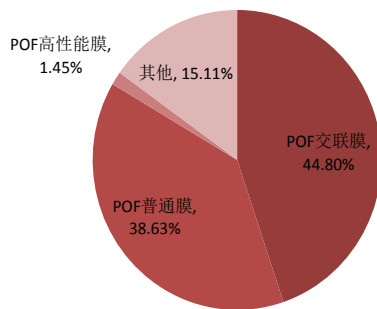
表 1: 热收缩膜的几种常见类型.....	3
表 2: 热收缩膜的发展历程.....	4
表 3: 全球 POF 热收缩膜生产企业产量排名.....	5
表 4: 中国 POF 热收缩膜的主要生产企业.....	6
表 5: 公司主要客户.....	6
表 6: POF 热收缩膜的制备工艺.....	7
表 7: 公司高性能功能性聚丙烯薄膜相关专利.....	9
表 8: 塑料钞票在各国及地区的发展情况.....	9
表 9: 塑料钞票相对纸钞优点突出.....	10
表 10: TPE 的发展阶段.....	11
表 11: 公司热塑性弹性体定增项目进展.....	12
表 12: 国内外主要 TPAE 生产公司对比.....	13
表 13: 新型 TPAE 性能.....	13
表 14: 新型 TPAE 的下游应用.....	14
表 15: 分业务收入及毛利率.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

## 1 公司概况：全球 POF 热收缩膜行业龙头之一

浙江众成包装材料股份有限公司位于浙江省嘉善市嘉善县经济开发区，是一家集科研、设计、生产、销售以及售后服务于一体的全过程制造企业。公司在 POF 热收缩膜行业深耕多年，已经积累了 1500 多家优质客户，产品远销全球 60 多个国家和地区，成为了国内市场占有率排名第一、全球市场占有率排名第二的 POF 热收缩膜行业领军企业。

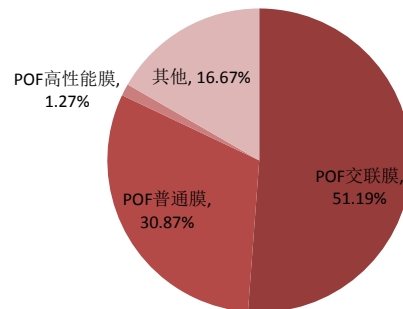
公司自成立以来，致力于研发新型聚烯烃收缩膜系列产品，目前公司所生产的系列产品中大部分是中国首创，产品质量已达到国际领先水平，成为了全球最专业、生产规模最大的聚烯烃收缩膜制造商之一。POF 热收缩膜产品，按照具体用途及工艺可以细分为 POF 普通型膜、POF 高性能膜、POF 交联膜三大类八大系列，目前公司这三大类产品的销售收入和毛利占比均超过 95%，是公司收入和利润的主要来源。

图 1：公司 2016 年 H1 主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

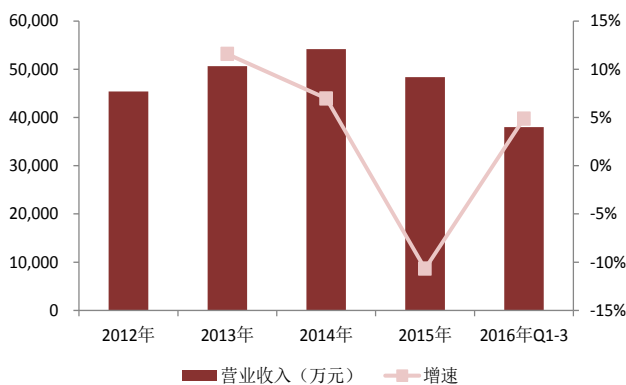
图 2：公司 2016 年 H1 主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

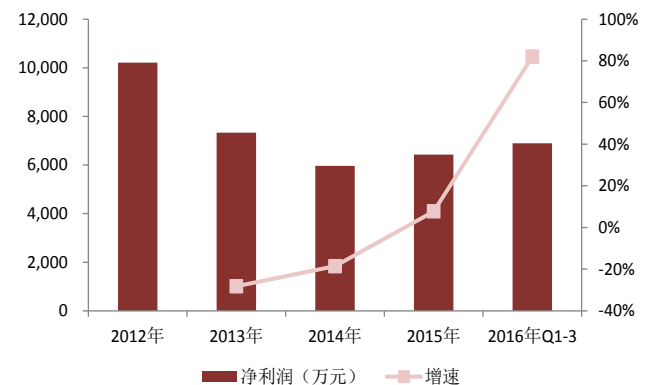
**公司业绩状况：**公司主营收入在 2015 年出现较大下滑，主要原因是 POF 普通膜领域竞争激烈，导致收入减少。公司主动调整产品结构，近几年来，高附加值的 POF 交联膜收入维持在 10% 以上的增速增长，到 2016 年前三季度，POF 交联膜收入达到 1.86 亿元，占比达 43%。公司净利润自 2012 年以来出现较大下滑，主要是因为 POF 普通膜领域的竞争加强导致毛利率的下滑，在公司升级产品结构之后，从 2015 年开始，公司净利润开始正增长；同时原材料成本的下降提升了公司产品的毛利率，导致 2016 年 Q1-3 的净利润同比增长 82%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

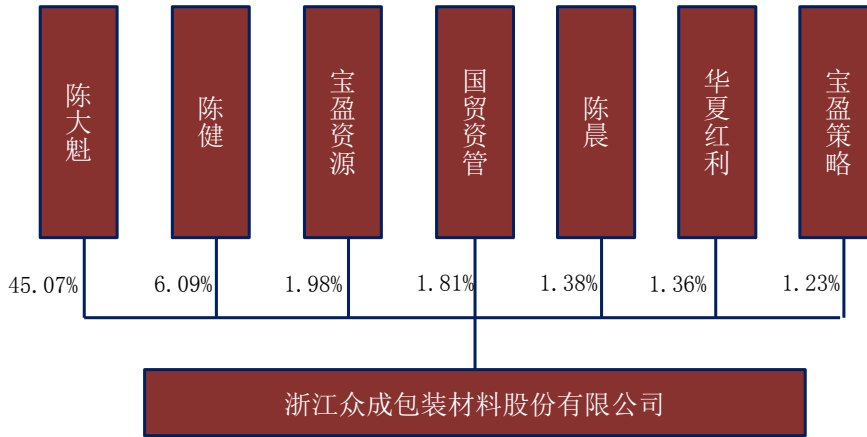
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东及实际控制人陈大魁先生直接持有公司 45.07% 的股份。第二大股东陈健先生与陈大魁先生为父子关系，持有公司 6.09% 的股份，在公司担任董事长兼总经理一职。

图 5：浙江众成股权结构较为集中

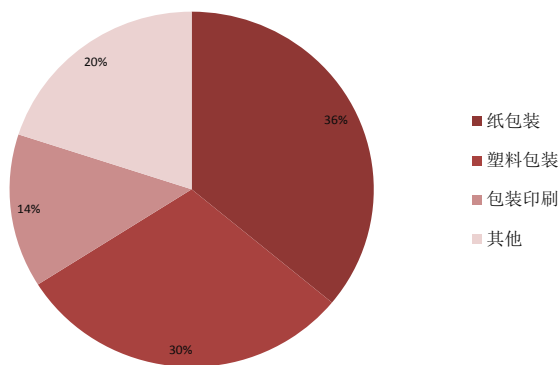


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 产品结构升级顺应行业发展趋势，主业重回上升通道

塑料包装是包装业中的四大材料之一：纸及纸板占比 30%，塑料占比 25%，金属占 25%，玻璃占 15%。从包装形式上分，塑料包装可以分为软包装和硬包装：软包装包括薄膜、复合薄膜、塑编制品等，硬包装则包括塑料容器、塑料软管等。

图 6：塑料包装规模仅次于纸包装

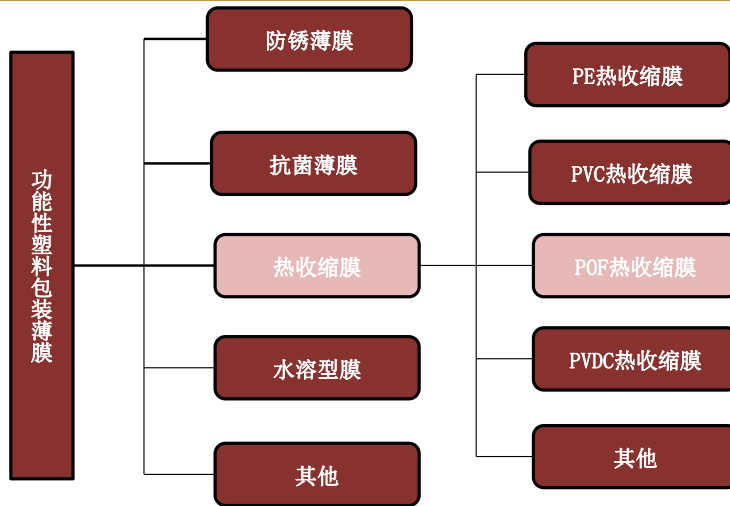


数据来源：中国造纸年鉴，西南证券整理

**塑料包装需求快速增长。**近些年来，随着各国对节能减排的大力推行，软包装由于具备能耗低，包装与运输成本低等优点，逐渐得到市场青睐，全球消费市场的包装形式逐步实现从硬包装向软包装的转换。根据英国 PCI Films 咨询公司的研究报告，全球软包装市场规模在 2010 年已达 560 亿美元，年均增速 4.6%。**塑料包装作为软包装行业的主题，成为包装行业中发展最快的一个细分子行业**，比如美国塑料包装薄膜市场的塑料用量以年均 6% 以上的比例增长，远超其他子行业的增速，如纸张 (2.2%)，玻璃 (0.9%) 等。我国塑料薄膜于 2014 年市场产量达到 1958 万吨，市场规模达到 5400 亿元，其中软包装占比接近 50%。

**热收缩膜成为发展趋势。**随着消费的逐步升级，未来不同的商品尤其是主要下游食品行业对于包装提出了越来越高的要求，既要求其具备良好的机械性能，又要求其具备环保、安全、高阻隔、防腐抗菌、保险和优良的化学稳定性。这指引了塑料包装行业向高性能、多功能、环保等方向发展，目前市场上也逐步研发出了如热收缩膜、水溶性膜等符合市场要求的高端应用产品。

图 7：POF 热收缩膜逐渐成为塑料包装主流



数据来源：CNKI，西南证券整理

## 2.1 POF 热收缩膜市场空间广阔

热收缩膜俗称收缩薄膜是一种受热后能发生大幅度收缩，继而包裹物品并能够长期保持其形状的薄膜。当塑料原理被加热塑化基础成母膜后，聚合物在玻璃化和黏流温度之间沿纵横两方向进行强制拉伸，使聚合物的分子链沿拉伸方向取向，然后将聚合物急骤冷却，分子取向被冻结。当薄膜重新加热到解冻温度时，由于分子运动产生应力松弛，分子恢复原来的状态，产生收缩。

热收缩膜主要有 **POF 热收缩膜**、PE 热收缩膜、PVC 热收缩膜、PP 热收缩膜、PVDC 热收缩膜、OPS 热收缩膜、PET 热收缩膜等。其中，PS、PET、PETG 等材料的热收缩膜主要用于产品标签，PE、PP、PVC、PVDC 等材料单层或者多层共挤制成的热收缩膜大都用于各种产品的外包装。

表 1：热收缩膜的几种常见类型

类型	优点	缺点	主要应用领域
POF	密度小（ $0.92\text{g/cm}^3$ ），热收缩率均为 50% 以上；透明度高、光泽性好、柔性好，厚度均匀，质地平滑；耐寒性好，可在 -50 摄氏度保持柔韧性而不发生脆裂 热封性能好，透明光泽度高；收缩后四角较为柔软，不会割伤皮肤；环保无毒，可降解，热封加工时不产生有毒气体	每吨价格高于 PVC、PE 热收缩膜，厚度一般在 0.012mm 以上（实际单位成本较低）	食品、医药、玩具、日用品、电子器件等轻小型制品包装

类型	优点	缺点	主要应用领域
PVC	密度大 (1.2g/cm <sup>3</sup> )，收缩率为 50%；透光性较好，阻隔远红外线，保温性强；柔软易造型，好黏接；防水、防潮、防污染能力强，绝缘性能较好	厚而易脆 (0.03mm 以上)，且厚薄不均；质地粗糙；耐寒性差，遇 或冬天易发脆硬化，容易破裂；收缩包装后四角硬或尖锐，容易刮伤皮肤；带有毒性，在热封加工时会产生臭味与有毒气体，难回收	音像制品、玩具、杂志、玻璃器皿、优质木地板、干电池等的外包装
PE	密度较大 (1.3g/cm <sup>3</sup> )，收缩率 43%；耐低温，冬天受冻会发硬但不易脆化，要提高厚度才不易破裂；环保无毒，在热封加工时不产生有毒气体；虽硬但不易造成损伤	成本高，厚而坚硬（一般在 0.06mm 以上）；厚薄不一，质地粗糙；透明度较差，光泽度低；收缩包装后四角较硬，手感差；耐 裂强度低于 POF 热收缩膜，但高于 PVC 热收缩膜；收缩率可调性差，耐揉搓性不如 POF；印刷适性较差	酒类、易拉罐类、矿泉水类、各种饮料类、布匹等产品，可代替纸箱的整件集合包装
PVDC	收缩率 35%-45%、高阻隔性能强（氧和水分与外界完全阻隔）、有自粘性，无毒无味、安全可靠；回收污染小	透明度一般、价格较高	新鲜肉制品的冷藏、保鲜

数据来源：CNKI，西南证券整理

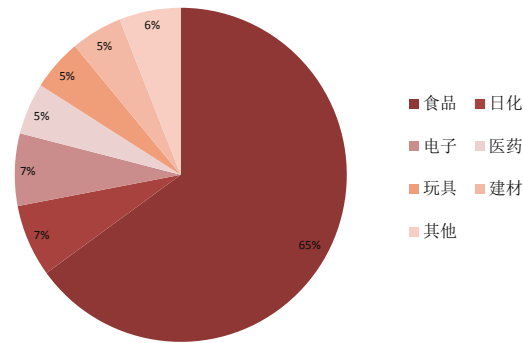
热收缩膜首先于二战在德国开始应用在军品防潮的包装之上，随后在日本、美国等地得到应用、推广及普及，至今已历经近 60 年发展历史。按照产品发展和竞争划分，热收缩膜行业发展主要经历了五个阶段。

**表 2：热收缩膜的发展历程**

阶段	时间	特征
第一阶段	二次世界大战期间	PVDC 热收缩膜最早被德国研发出来；产品仅用于军品的防潮包装。
第二阶段	20 世纪 50 年代中期	产品被美国 DOW 公司逐步推向民用；在军品、药品、食品包装业的发展更为广泛。
第三阶段	20 世纪 70 年代末	POF 热收缩膜出现，并最早起源于美国；有些国家出台限制 PVC 用于食品包装的法规。
第四阶段	20 世纪 90 年代末	中国引入国外 POF 热收缩膜生产线开始生产，打破了国外对 POF 热收缩膜市场长期垄断的局面。
第五阶段	21 世纪	PVC 热收缩膜在食品和医药包装中应用逐步被取代；热收缩膜产品向高端化发展，如交联热收缩膜、高性能热收缩膜等高端产品市场规模逐步扩大。

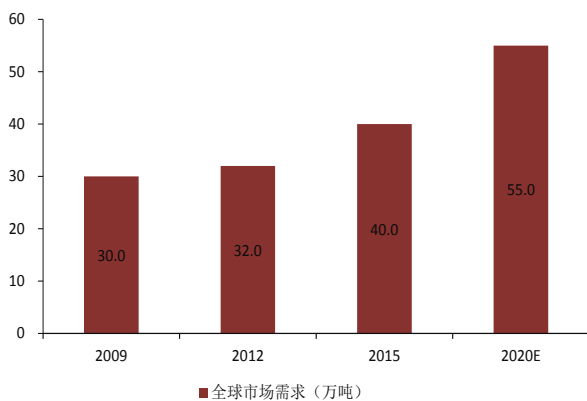
数据来源：招股说明书，西南证券整理

POF 热收缩膜逐步替代同类产品。由于 POF 热收缩膜在性能上兼具 PE 和 PP 等薄膜的诸多优点，性能优于其他热收缩膜产品，在部分领域正逐步替代其他热收缩膜包装材料，逐渐成为国际上最流行的环保型热收缩膜包装材料。

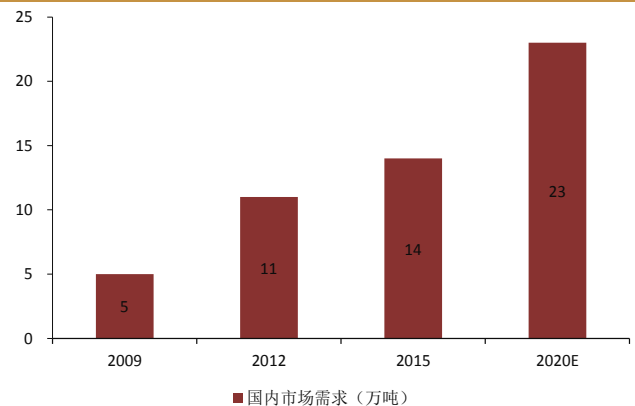
**图 8: POF 热收缩膜的应用领域**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

按照热收缩膜的产品结构进行市场规模核算, 目前我国热收缩膜市场规模接近 80 亿, 其中标签热收缩膜市场规模最大, 为 37.9 亿, POF 热收缩膜市场规模第三, 约为 10.2 亿元。预计到 2020 年, 全球 POF 热收缩膜市场年均增长率为 5-10%, 市场规模达到 24 亿美元, 产量达 55 万吨。我国 POF 热收缩膜保持高速增长, 年均增长率在 13.4%, 预计到 2020 年, 我国市场规模将达到 33 亿元, 产量达到 23 万吨。

**图 9: POF 热收缩膜全球市场需求量预测**


数据来源: CNKI, 西南证券整理

**图 10: POF 热收缩膜国内市场需求预测**


数据来源: CNKI, 西南证券整理

从全球市场来看, POF 热收缩膜市场集中度高, 市场占有率前 3 的企业拥有全球 35% 的产能。在国际上专注于 POF 热收缩膜的大厂商数量有限, 多数大厂商均具备薄膜包装的多产品体系。在国际上, 美国的希悦尔 (6 万吨产能) 处于绝对领先地位, 其次是我国的浙江众成 (4 万吨产能), 还有法国的 BOLLORRE (1.2 万吨产能)。除此之外, 多数 POF 热收缩膜企业产能不足 1 万吨, 且以中小型企业为主, 产品覆盖的客户有限。

**表 3: 全球 POF 热收缩膜生产企业产量排名**

排名	公司	产能 (吨)	全球市场份额	交联膜份额占比
1	希悦尔 (美国)	约 60000	19%	63%
2	浙江众成 (中国)	约 40000	12%	6%
3	BOLLORRE (法国)	约 12000	4%	8%



排名	公司	产能 (吨)	全球市场份额	交联膜份额占比
4	BEMIS CLYSAR (美国)	约 10000	3%	3%
5	Syfan (以色列)	约 7000	2%	1%
6	Intertape 集团 (加拿大)	约 5000	1.50%	1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

POF 热收缩膜的应用在近二十年内才开始出现在国内市场，据不完全统计，目前我国生产 POF 热收缩膜的厂商有 30 多家，产量合计约 7 万吨。根据目前生产企业的生产能力、销售状况、生产技术水平以及未来的发展潜力，国内 POF 热收缩膜生产企业分为三个梯队。

**表 4：中国 POF 热收缩膜的主要生产企业**

梯队	代表企业	特征
第一梯队	浙江众成	浙江众成 POF 热收缩膜年生产能力为 4 万吨，国内综合实力最强。有出口业务，国外市场普遍集中在欧美和东南亚。内销主要集中在大客户，产品在全国范围销售。客户以优质客户为主，能够为客户提供一定的包装机械的服务。
第二梯队	深圳聚银、义乌望江等	生产规模居中，产能在 3000 吨到 1 万吨；部分企业有少量出口业务，主要出口到中东、南美等地区。国内的客户较为稳定。
第三梯队	微山恒瑞等众多小企业和市场新进入者	企业规模一般较小，产能一般不足 3000 吨，但在开拓客户方面也已经具有成熟的模式，正在不断扩大生产规模寻找国内外客户。

数据来源：公司公告，西南证券整理

浙江众成通过研发自主开发了生产设备，公司原有的 15 条 POF 热收缩膜生产线设备（2.4 米宽）均由公司自主研发，设备成本低，仅为国外设备成本的 50%，每吨产品折旧降低 1000 元左右。新建造的一、二期 12 条 3.4 米 POF 膜柔性生产线是全球首创，可有效提高生产水平，如提高成品率 8%，厚度公差质量提高 38% 等。同时公司投入高额研发费用，每年研发投入占营业收入比重在 3% 以上，远高于其他同业公司。

96 年之前国内普遍使用 PVC 热收缩膜，包括娃哈哈集团。公司经过通过赠送包装机械的方式进行推广公司 POF 膜产品，逐渐得到娃哈哈认可，同时也开启了向其他公司和其他领域进行铺开推广。经过多年积累，公司目前已经拥有国内外 1500 多家客户，多数为行业领先企业，且行业分布广泛。公司注重包装产品的包装效果，将客户定位于高端客户，避免了低价恶性竞争，逐渐形成了品牌效应，扩大了公司的品牌影响。

**表 5：公司主要客户**

下游行业	公司客户
食品、饮料	康师傅、统一、华龙今麦郎、喜之郎、旺旺集团、雀巢公司、蒙牛、伊利、味全、香飘飘、蜡笔小新、中粮集团、白象集团、顶益食品、津威饮料、思念食品、露露集团、大好大食品、南街村集团、小洋人、龙嫂米线、稻花香、皇品、克明面业、金健米业、顶大食品、比利时高迪瓦（巧克力）、德国哥本莱斯特&韦斯（欧洲最大蛋糕生产商）、美国黎塞留食品公司、美国道恩食品公司、美国脯内尔香肠公司等
日化、文教用品	红双喜、宁波得力集团、金红叶、金派文具、博文文具、宏基文具、久印纸品、宏基文具、嘉禾日用品、凤凰文化用品、正顺文化用品、江阴旺达、永丰余家品、德国斯坦海特（蜡烛）、德国德莎公司（胶带）、美国 3M 公司（办公用品）、美国 G&K 公司（制服）、美国 Cuno 公司（水过滤器）等

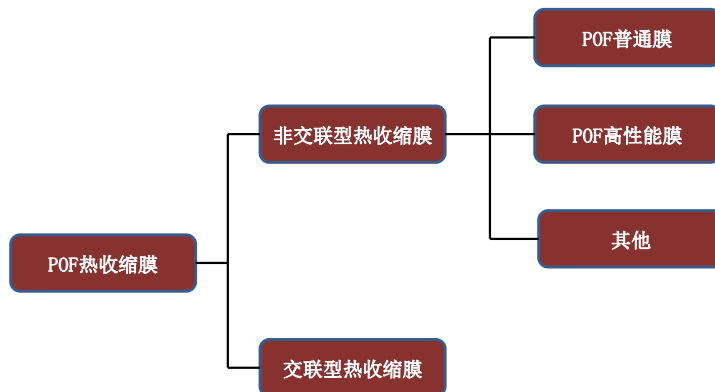
下游行业	公司客户
通讯产品、电子产品、汽车零部件	诺基亚、梅塞德斯·奔驰、昆山伟业、瑞阳汽车、山东金麒麟、苏州维信、阳立电子、苏州铭裕、新近电脑等
医疗、医疗器械	九芝堂、三九集团、开开援生制药、交大昂立、圣和药业、京新药业、国正药业、阳普医疗、鱼跃医疗、百泉制药、云南龙润药业等
其他	上海印钞有限公司、南昌印钞有限公司、北京中科彩、宜家、醴陵恒达（烟花）、金尚装饰、中彩印制等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2.2 POF 普通膜竞争激烈，高端膜寡头垄断

POF 热收缩膜按结构特性可以分为非交联热收缩膜和交联型热收缩膜，非交联型热收缩膜又可进一步分为 POF 普通型膜、POF 高性能膜、其他等。



图 11：POF 热收缩膜的分类




数据来源：公司公告，西南证券整理

由于普通膜的技术已经在市场上开放，而高端膜的生产技术主要由少数大企业垄断，导致了 POF 热收缩膜市场呈现出普通膜竞争激烈，而交联膜和高性能膜等高附加值的 POF 热收缩膜处于寡头垄断的格局。

表 6：POF 热收缩膜的制备工艺

POF 热收缩膜		制备工艺	应用下游	应用实例
非交联型热收缩膜	POF 普通膜	以线性低密度聚乙烯、三元共聚聚丙烯为原料，通过双向拉伸工艺制得	产品价格较低，广泛用于食品、日用品、文具用品、电子产品、五金工具等	
	POF 高性能膜	以超低密度聚乙烯、三元共聚聚丙烯、茂金属聚丙烯为主要原料，通过双向拉伸工艺制得	附加值相对较高，应用于巧克力、蛋糕、软件光盘等	

POF 热收缩膜	制备工艺	应用下游	应用实例
交联型热收缩膜	以线性低密度聚乙烯为主要原料, 采用辐射交联技术, 通过双向拉伸工艺制得	价格相对较高, 应用于彩票、钞票捆扎、电子产品等	

数据来源: CNKI, 西南证券整理

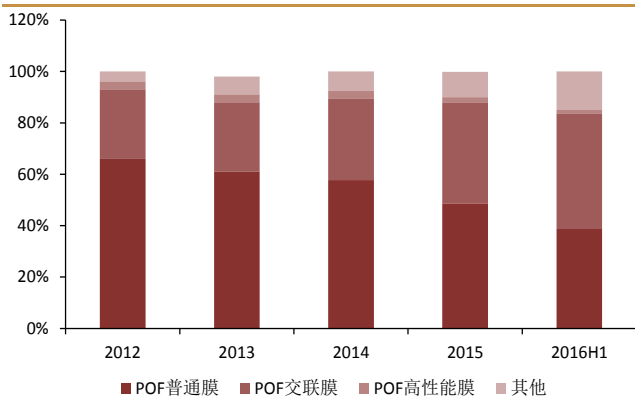
从产品结构上来看, 国外希悦尔公司的产品 70-80%是交联膜, 而国内厂商的产品基本集中在非交联膜, 比例在 95%以上。由于普通膜的技术已经公开, 近几年来, 竞争加剧, 产品毛利率逐年下降, 而高附加值的交联膜的开发主要集中在浙江众成, 也是未来浙江众成的发展方向。

### 2.3 顺应行业发展, 拓展高端产品

公司现在共有产能在 4 万吨左右, 分别为 POF 普通型膜 2.1 万吨, POF 交联膜 1.15 万吨, POF 高性能膜 0.2 万吨, 还有柔性线 4 条生产交联膜和高性能膜, 产能约在 6000 吨。以上产能都已于 2013 年底达到预定使用状态。近几年来, POF 普通膜产品竞争日益激烈, 公司 POF 普通膜产品自 2014 年以来毛利率逐年下降, 而高性能膜和交联型热收缩膜的价格和毛利均较高, 属于 POF 膜的高端产品。公司开始主动做产品结构调整, 在国内率先开发出 POF 交联膜等高端产品。

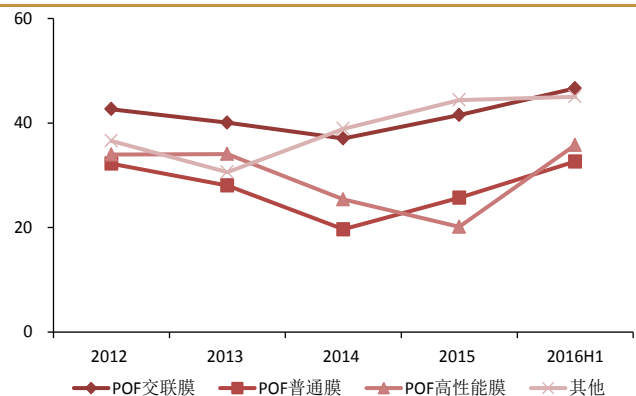
2016 年以前, POF 普通膜一直是公司的主要营收来源, 收入占比达 50%以上。随着 POF 交联膜的不断推广, 其营收占比已在 16 年超过 POF 普通膜。根据公司 2016 年中报, POF 交联膜收入 1.1 亿, 毛利率 47%, 而 POF 普通膜收入 0.95 亿, 毛利率 33%。POF 交联膜收入占比达到 45%, 首次超过 POF 普通膜。

图 12: 公司收入构成



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 公司各产品毛利率回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

POF 交联膜可用在钞票捆扎等领域。国内交联膜技术主要集中在公司手中, 由于之前技术落后于希悦尔, 对于钞票的捆扎, 国内一直被希悦尔垄断。后来公司完成技术突破, 且产品售价为 30000 元/吨, 远低于希悦尔的 45000 元/吨, 具备性价比优势, 成功击败希悦尔成为国内这些领域的垄断供货商。目前公司已经为全国 7 大印钞集团供货, 垄断了国内的造币厂, 12 年供货量为 700-800 吨, 且每年的年均增速在 10%左右。公司同时开始在全国银行系统进行“一个营业网点一台设备”的模式进行推广, 积极开拓银行系统的旧钞市场。

### 3 高性能聚丙烯薄膜试制，挖掘新兴利润增长极

公司拟使用自有投资建设“高性能聚丙烯薄膜试制项目”，进一步优化产品结构，形成高性能功能性聚丙烯薄膜与 POF 聚烯烃热收缩膜多主营产品共同发展的良好局面，提升公司的可持续发展能力。

公司自 2016 年 4 月以来陆续公告了 17 项与聚丙烯薄膜相关的发明专利，多数专利自 2013 年开始申请，今年获得批准，有效期均为 20 年。公司立足研发，与中国科学院化学研究所、北京化工大学、四川大学等高校积极合作，从而取得了一系列关于单层和多层聚丙烯薄膜的制备、用途以及制品等研究成果，掌握了“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”的核心技术，对顺利推行项目建设奠定了坚实基础。

**表 7：公司高性能功能性聚丙烯薄膜相关专利**

时间	事件	内容以及说明
2015 年 5 月 20 日	投资建设“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”	属于全新领域，为公司提供新的利润增长极。
2016 年 4 月 28 日	公告专利《一种丙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》《一种丙烯系聚合物-乙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》等 7 项专利	专利均指出多层复合膜具有高挺度、高透明性、耐低温、高撕裂强度等性能。
2016 年 5 月 25 日	公告专利《一种含有复合粘结层的丙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》《一种含有复合粘结层的丙烯系聚合物-乙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》等 3 项专利	
2016 年 7 月 23 日	公告专利《一种丙烯系聚合物-乙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》等 3 项专利	
2016 年 9 月 3 日	公告专利《一种含有复合粘结层的丙烯系聚合物-乙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》	
2017 年 1 月 13 日	公告专利《一种含有复合粘结层的丙烯系聚合物多层复合膜、其制备方法、用途及其制品》等 2 项专利	

数据来源：公司公告，国家知识产权局，西南证券整理

根据专利说明，此类聚丙烯薄膜有望用于票据、有价证券、印刷品和包装材料。

**表 8：塑料钞票在世界各国及地区的发展情况**

时间	国家或地区	面值	备注
1988 年	澳大利亚	10	建国 200 周年塑料纪念钞，此后，澳大利亚每年都发行塑料流通钞，面值分别为 5 元、10 元、20 元、50 元、100 元
1990 年	新加坡	50	新加坡独立 25 周年
1998 年	马来西亚	50	“第十六届英联邦运动会”塑料纪念钞
1999 年	台湾	50	纪念新台币发型 50 周年，纪念钞
2000 年	中国	100	“迎接新世纪”塑料纪念钞
2001 年	越南	50	纪念钞
2003 年	越南	10000、20000、50000、100000、200000、600000	流通钞
2004 年	新加坡	10	流通钞

时间	国家或地区	面值	备注
2006年	新加坡	2	流通钞
2007年	中国香港	各面值	流通钞
2016年	英国	5	流通钞
2017年	英国	10	流通钞

数据来源：中国人民银行官网，西南证券整理

用塑料钞票代替纸币，在防伪反假、健康卫生、耐用性、绿色环保等方面都有着相比纸币更多的优点。而公司高性能功能性聚丙烯薄膜相关专利中描述该产品具有类似的性质，能够满足塑料钞票性能的要求。

**表 9：塑料钞票相对纸钞优点突出**

塑料钞票优点	详情
防伪性和安全性更佳	国外采用的塑料钞票的材质是特殊塑料，无纤维、无空隙、防静电、防油污、防复印，塑料基片上再加上凹印技术、光变油墨印刷、激光全息图、衍射光元素、无墨压印图案等防伪措施，使其成为防伪功能最强的钞票。塑料钞票上还有透明视窗，通常包含光变图像，这种特性使得塑料钞票极难仿造和变造。因而，塑料钞票的运用将把钞票的防伪功能提升到一个新的层次，能有效地打击假币、变造币的制售和流通，有利于货币反假工作的开展。
更健康卫生，能有效提高流通中货币的整洁度	有关研究人员发现，世界上最脏的东西是纸币。香港城市大学一项研究表明，在中国等 7 个亚洲国家及地区的纸币中，人民币纸币细菌含量最多，数量多达 17.8 万个。而塑料钞票是由高分子聚合物印制而成，表面的镀膜无纤维、无孔隙和增加的韧性，使塑料钞票不吸水、不吸油、不沾尘，很容易擦净表面附着物，吸附细菌较少，更干净、更卫生，不易腐烂变软。因此，塑料钞票的投入使用，将有效地提高流通中货币的整洁度。
耐用性强、使用寿命长，能有效降低货币发行和回收成本	塑料钞票在一般环境下不吸水、不变形、不绵软，质地挺括，更适合在 ATM、各类点钞机、大型清分机上使用。且塑料钞票在设计时加入了耐撕裂、耐磨、不易撕破或弄皱、防水等特性技术，受气候、湿度的影响比较小，耐用性比较强，使用寿命至少是纸钞的 4 倍。以澳大利亚的 5 澳元为例，塑料钞票可坚持 40 个月，纸币仅能坚持 6 个月。塑料钞票耐用性更佳，流通寿命较长，相应地从长期来看发行成本就会下降，残损币的回收和销毁成本也会下降
低碳环保，能有力促进绿色金融理念在现金供应工作中的实践	塑料钞票相比纸币，销毁时不用脱墨工艺，不会对环境造成污染，且能够多次回收利用，相比生产纸币要消耗大量的材料和能耗，塑料钞票的使用能节约更多的资源和能源，对于环境的保护和资源的节省等助益匪浅。

数据来源：中国人民银行官网，西南证券整理

## 4 拟建设热塑性弹性体项目，提供丰厚利润空间

热塑性弹性体是一种玻璃体或半结晶态热塑性树脂和柔软的弹性体所组成的嵌段共聚物，兼备了橡胶的高弹性和热塑性树脂的热塑加工型，被誉为“第三代合成橡胶”，可极大地满足低能耗、多样化、精密以及可重复加工的要求，是化工高分子材料发展的方向，是解决橡胶加工和橡胶回收利用的有效途径。

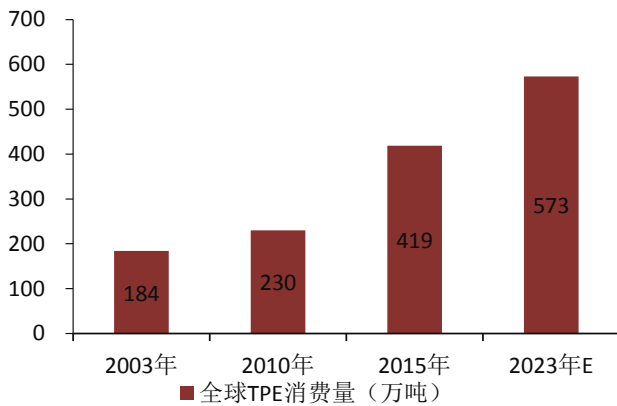
TPE 自 1960 年进入生产期开始，其发展基本以 10 年为一代，共经历了 3 个阶段。经过几十年的发展，世界上已工业化生产的 TPE 主要有 5 大类：苯乙烯类(SBC)、烯烃类(TPO、TPV)、氯乙烯类(TPVC、TCPE)、聚氨酯类(TPU)、酰胺类(TPAE)等，几乎涵盖了现在合成橡胶与合成树脂的所有领域。

**表 10: TPE 的发展阶段**

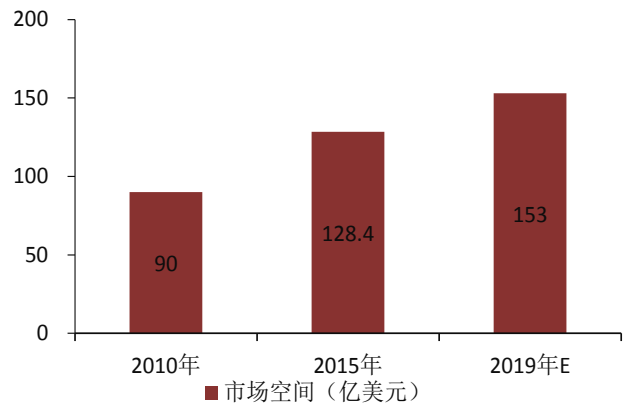
	时间	开发公司	TPE 的种类	制造方法
第一代 TPE	1960 年	杜邦, 拜耳	PU 类 TPE (TPU)	加成反应
	1965 年	壳牌化学	SBS 嵌段共聚物	锂系阳离子聚合
	1967 年	三菱、孟山都	氯化烃类 TPE (TPVC)	部分交联共混
第二代 TPE	1972 年	尤尼罗伊尔化学	聚烯烃类 TPE	EPM 与 PP 共混
	1972 年	杜邦, 拜耳	聚酯类 TPE	重聚合反应
	1972 年	壳牌化学	SEBS	SBS 加成
	1974 年	日本合成化学	间规立构 1,2-聚丁二烯	钴系齐格勒催化溶剂聚合
第三代 TPE	1981 年	孟山都	动态硫化 TPO	EPDM/PP 的动态硫化
	1982 年	ATOCHEM	聚酰胺类 TPE	聚缩反应
	1985 年	孟山都	耐油性动态硫化	NBR/PP 的动态硫化
	1987 年	大金工业	氟化类 TPE	碘辐射聚合
	1988 年	壳牌化学、旭化成工业	嵌入官能团的 SEBS	官能团嵌入 SEBS

数据来源: CNKI, 西南证券整理

全球热塑性弹性体的年消费量在 2015 年达到 419 万吨, 其中苯乙烯类 (SBC) 的年消费量占据第一位, 为 190 万吨, 但增速受下游空间饱和影响, 增速较慢; 酰胺类 (TPAE) 的年消费量在 2 万吨, 占比较低, 但增速保持在 30% 以上。

**图 14: 全球 TPE 消费量预测**


数据来源: CNKI, 西南证券整理

**图 15: 全球 TPE 市场空间预测**


数据来源: CNKI, 西南证券整理

## 4.1 自行研发新型聚酰胺类热塑性弹性体, 技术水平国际领先

公司于 2015 年 12 月 7 日公告, 拟募集资金不超过 4 亿用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体项目, 项目建设期为 1.5 年, 预计 2017 年 6 月可达到使用状态。目前该项目已经获得证监会发行审核委员会的通过, 项目所需的募集资金有望较快地到位。

**表 11：公司热塑性弹性体定增项目进展**

时间	事件	内容和说明
2015 年 12 月 7 日	非公开发行股票预案	拟募集资金不超过 4 亿元用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体项目，项目建设期为 1.5 年，预计 2017 年 6 月可达到使用状态
2016 年 2 月 2 日	非公开发行股票预案（修订稿）	同上
2016 年 7 月 8 日	收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（简称：反馈意见）	就有关问题于 30 日内作出书面说明和解释。
2016 年 8 月 4 日	非公开发行股票预案（二次修订稿）	由于项目已在实施过程中，公司可根据实际情况以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。
2016 年 8 月 4 日	《反馈意见》的回复	公司就募集资金具体用途、项目建设进度安排，以及募集资金的合理性等问题作出回答
2016 年 9 月 22 日	《反馈意见》的补充回复	公司补充回来了募集资金项目投资构成、设备购置费用等问题
2016 年 11 月 5 日	《反馈意见》的再补充回复	公司再次回答了募集资金的具体投向、募项目用地的土地性质、募项目与现有业务的协同效应等问题
2016 年 11 月 10 日	非公开发行股票申请获得发审委通过	公司非公开发行股票获得发审委通过，尚需得到证监会通过。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司通过委托开发、自主研发两种方式进行研发热塑性弹性体，公司主要委托四川大学张爱民教授和北京化工大学韩丙勇教授开发研究 SBC 和 TPAE，张爱民教授和韩丙勇教授在研发苯乙烯嵌段共聚物（SBC）上具有丰富的经验。他们通过和中国石化巴陵石化分公司、湖南百利工程科技有限公司合作，历经 10 余年，在国家“863”项目、中石化“十条龙”科技攻关、湖南省科技重点专项等共同支持下，累计投入 2.5 亿元，实现了我国 SEBS（苯乙烯-氢化丁二烯嵌段共聚物）合成工艺和产品达到国际先进水平。

公司研发方向主要是两类：苯乙烯嵌段共聚物（SBC）和聚酰胺类热塑性弹性体（TPAE）。其中，以聚酰胺类热塑性弹性体（TPAE）为主。

**SBC：**公司通过与北京化工大学教授韩丙勇、四川大学张爱民教授合作，同时自行研发 SBC。韩炳勇教授主要从事通过阴离子聚合方法制备橡胶与热塑性弹性体。公司和韩教授积极合作，同时通过自行研究，目前已经有多项研发成果，研发专利已处于申请阶段，比如“苯乙烯衍生物的功能性聚合物及其阴离子聚合制备方法”的发明专利已经获得了初步审查和掌握了“极性化苯乙烯类热塑性弹性体制备技术”。

**TPAE：**公司通过和四川大学教授张爱民合作，同时自行研发 TPAE。目前已经掌握聚酰胺热塑性弹性体制备技术、聚酰胺热塑性弹性体轻质化技术和低烟无卤阻燃聚酰胺热塑性弹性体制备技术。目前传统的常用的 TPAE 的制备方法有三种：1.二元酸法：TPAE 是由端羧基脂肪族聚酰胺嵌段与端羟基聚醚二元醇通过酯化反应制备的。2.异氰酸酯法：是以半芳酰胺为硬段，脂肪族聚酯、聚醚或聚碳酸酯作为软段。3.阴离子聚合法。公司主要通过将**聚酰胺与极性苯乙烯塑性弹性反应加工制备聚酰胺热塑性弹性体**，此工艺具备高生产稳定性，同时可以降低反应成本，提高产品性价比。据了解，此项目已经完成弹性体共混加工配方及工艺的研究，在进行对弹性体的下游应用研究阶段。

TAPE 是最新的一类热塑性弹性体，最早由联邦德国的 Huls 公司于 1979 年研发了 Vestamind 系列；随后，瑞士的 Emser 公司推出了 Grilamind 和 Grilon 系列，法国的 Atochem

和 Rhonepoulec 公司分别推出了 Pebax 系列和 Dynyi 系列,著名的 Dow 化学公司和 Upjohn 公司研发了 Estemid 系列,荷兰的 Akzo 塑料公司的 Armetal 系列。我国目前对于 TAPE 的工业化生产还处于初级阶段。

**表 12: 国内外主要 TP AE 生产公司对比**

公司	产品名称	产品类型	技术介绍	产品特点
法国 ATO-CHEM 公司	Pebax	聚醚型 TP AE	以二元酸法为基础,以酰胺为硬段,聚醚为软段	挠曲性好、使用温度范围广、抗静电性能优异等
法国 ATO-CHEM 公司和日本东丽合作开发	MX1000	聚醚型 TP AE	使用合金化技术,以酰胺为硬段,以聚醚为软段	耐磨、耐寒、使用温度范围宽和耐化学药品性好
美国 Upjohn 公司	Estamind	聚醚型 TP AE	以芳香族聚酰胺为硬段、以聚醚为软段	高强度、高耐热性、耐磨耗和耐水性
美国 Dow 化学公司	PESA	聚酯型 TP AE	以异氰酸酯技术为基础,以改性聚酯为软段、以酰胺为硬段	耐热性显著提高、耐紫外线辐射
瑞士 Emser Industries 公司	Grilamind ELY	新型 TP AE	以脂肪族聚酰胺与刚性成分及弹性成分为基础	在低温下具备较高弹性和韧性,耐化学药品范围广
日本瑞翁公司	Zeotherm	硫化橡胶型 TP AE	动态硫化法制备 PA/ACM TPV	长期耐热、耐油性能
浙江众成	新型 TP AE	共混型 TP AE	聚酰胺与极性苯乙烯塑性弹性体反应加工制备聚酰胺热塑性弹性体	性价比高、生产工艺稳定性好

数据来源: CNKI, 西南证券整理

浙江众成研发的新型 TP AE 材料不仅具有普通热塑性弹性体的特点,如加工成型过程中不需要硫化,同样具有橡胶优良的应用性能,而且可以和热塑性塑料一样热塑加工成型,加工流动性好,可与多种材料复合成型。边角余料可以循环回用不损害其弹性体的物性和加工性能。在常温下表现出橡胶的高弹性,高温下表现出塑料的流动性。并且,与传统 TP AE 材料相比较,新型 TP AE 材料在硬度、生产工艺,稳定性、性价比上具有明显优势。

**表 13: 新型 TP AE 性能**

	聚醚型 TP AE	硫化橡胶型 TP AE	新型 TP AE
弹性体单元	聚醚多元醇	极性硫化橡胶	极性可充油型弹性体
机械性能	优异	优异	优异
硬度	硬度: 93A-70D	硬度: 93A-70D	硬度: 0A-70D
耐磨	优异	优异	优异
耐油	优异	优异	优异
耐热	优异	优异	优异
生产工艺	稳定性差	稳定性差	稳定性高
性价比	低	低	高

数据来源: 公司公告, 西南证券整理



## 4.2 新型 TPAE 下游应用广泛，盈利能力强劲

新型聚酰胺热塑性弹性体（新型 TPAE）作为热塑性弹性体材料发展的新趋势，具有耐温、耐磨、高强度、硬度大范围可调、安全、性价比高等优异性能，可广泛应用于无卤阻燃充电桩线缆、耐温耐油家用设备包装材料、汽车用耐油和耐热型导管、高强度耐温运动鞋材、耐高温蒸煮消毒医用密封材料等多种领域，具有广阔的市场前景。

表 14：新型 TPAE 的下游应用

应用	优势	应用实例
无卤阻燃充电桩线缆	耐油、耐高温	 
汽车用耐油和耐热型导管	耐油性、耐热性好	 
高强度耐温运动鞋材	可降低 40% 左右成本，性价比高	 

数据来源：公司公告，西南证券整理

**盈利能力强劲。**据公司公告，年产 12 万吨热塑性弹性体材料生产项目预计可实现年均销售收入 29.6 亿元，年均利润总额 10 亿元，财务内部收益率（税后）为 45.1%，投资回收期（税后，含建设期）为 4.52 年，将极大增强公司的盈利能力。

## 5 盈利预测与投资建议

国内 POF 产品基本集中在非交联膜，而高附加值的交联膜的开发主要集中在浙江众成，由于普通膜的技术已经公开，未来几年来相关产品毛利率逐年下降，而浙江众成的产品结构将会不断优化，热塑性弹性体项目也将贡献较大利润。

假设 1：POF 交联膜下游需求依然强劲，预计可保持超过 25% 的增速；公司 POF 交联膜毛利率较高，但随着成本的提升，毛利率有逐渐下降的趋势。

假设 2: POF 普通膜和 POF 高性能膜由于市场竞争与行业发展趋势的导向, 16 年收入跌幅较大, 预计 17-18 年基本维持稳定。随着成本的提升, 毛利率有逐渐下降的趋势。

假设 3: 随着热塑性弹性体项目的投产, 新材料业务驶入快速通道。根据公司公告财务数据, 预计该产品完全达产情况下毛利率约 60%, 17 年预计实现销量 1.2 万吨, 但由于生产线调试等因素, 毛利率较低, 预计为 25%。18 年全年生产, 预计实现销量 6 万吨, 且随着生产线的调试和改善, 预计毛利率将逐步达到 60% 水平, 营业收入也大幅提升。

基于以上假设, 我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表:

**表 15: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
POF 交联膜	收入	185.79	250.82	321.05	401.31
	增速	14.1%	35.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	41.50%	47.00%	46.00%	45.00%
POF 普通型膜	收入	229.51	187.74	197.13	206.98
	增速	-22.7%	-18.20%	5.00%	5.00%
	毛利率	25.71%	33.00%	32.00%	31.00%
POF 高性能膜	收入	10.52	7.78	7.71	8.09
	增速	-31.2%	-26.0%	-1.0%	5.0%
	毛利率	20.15%	36.00%	35.50%	35.00%
热塑性项目	收入			500.00	1500.00
	增速				200.00%
	毛利率			25.00%	60.00%
其他	收入	57.94	104.29	114.72	120.46
	增速	48.0%	80.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	36.98%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	483.76	550.64	1,140.61	2,236.85
	增速	-5.9%	13.82%	107.14%	96.11%
	毛利率	33.00%	41.69%	34.20%	53.73%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预测与估值: 根据以上说明和假设, 我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 5.5 亿元、11.4 亿元和 22.4 亿元, 归属母公司股东的净利润分别为 11.2 亿元、1.7 亿元和 6.9 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.14 元、0.19 元和 0.79 元。首次覆盖给予“买入”评级。

## 6 风险提示

下游需求不及预期的风险; 热塑性高弹性体项目进展不及预期的风险; 高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	483.76	550.64	1140.61	2236.85	净利润	64.30	116.26	162.80	695.10
营业成本	324.11	321.06	750.48	1035.05	折旧与摊销	56.02	62.41	75.80	85.00
营业税金及附加	3.26	3.71	7.69	15.09	财务费用	7.14	4.71	8.37	10.81
销售费用	15.82	15.97	31.37	58.16	资产减值损失	1.67	-1.00	1.20	1.50
管理费用	79.63	89.20	171.09	313.16	经营营运资本变动	-15.18	-64.97	-55.57	-81.05
财务费用	7.14	4.71	8.37	10.81	其他	0.74	-18.44	-21.64	-22.94
资产减值损失	1.67	-1.00	1.20	1.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>114.68</b>	<b>98.97</b>	<b>170.98</b>	<b>688.43</b>
投资收益	22.82	20.00	21.00	22.00	资本支出	19.99	-250.00	-150.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.56	-0.56	-0.56	-0.56	其他	-142.56	19.44	20.44	21.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-122.58</b>	<b>-230.56</b>	<b>-129.56</b>	<b>11.44</b>
<b>营业利润</b>	<b>74.39</b>	<b>136.42</b>	<b>190.83</b>	<b>824.52</b>	短期借款	91.98	-40.87	114.90	-196.68
其他非经营损益	2.82	1.99	2.98	2.99	长期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>77.21</b>	<b>138.40</b>	<b>193.81</b>	<b>827.50</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.91	22.14	31.01	132.40	支付股利	-44.16	-49.71	-88.94	-121.62
净利润	64.30	116.26	162.80	695.10	其他	-45.37	-4.57	-8.37	-10.81
少数股东损益	-3.48	-5.00	-3.00	1.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2.45</b>	<b>4.84</b>	<b>17.58</b>	<b>-329.11</b>
归属母公司股东净利润	67.77	121.26	165.80	694.10	<b>现金流量净额</b>	<b>4.24</b>	<b>-126.75</b>	<b>59.00</b>	<b>370.76</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	181.82	55.06	114.06	484.82	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	59.85	65.57	136.31	267.64	销售收入增长率	-10.68%	13.82%	107.14%	96.11%
存货	127.21	116.91	280.17	388.30	营业利润增长率	11.72%	83.37%	39.89%	332.06%
其他流动资产	491.01	550.64	570.30	559.21	净利润增长率	7.73%	80.81%	40.04%	326.96%
长期股权投资	101.28	101.28	101.28	101.28	EBITDA 增长率	15.37%	47.97%	35.12%	234.65%
投资性房地产	1.68	1.68	1.68	1.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	721.84	911.65	988.06	915.28	毛利率	33.00%	41.69%	34.20%	53.73%
无形资产和开发支出	100.19	98.08	95.98	93.87	三费率	21.21%	19.95%	18.48%	17.08%
其他非流动资产	45.26	45.15	45.04	44.92	净利率	13.29%	21.11%	14.27%	31.08%
<b>资产总计</b>	<b>1830.14</b>	<b>1946.01</b>	<b>2332.88</b>	<b>2857.01</b>	ROE	4.65%	8.02%	10.68%	33.14%
短期借款	272.65	231.78	346.68	150.00	ROA	3.51%	5.97%	6.98%	24.33%
应付和预收款项	98.93	93.92	218.23	319.19	ROIC	5.03%	7.88%	9.68%	37.29%
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	28.43%	36.96%	24.11%	41.14%
其他负债	75.16	70.24	144.04	190.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>446.74</b>	<b>495.94</b>	<b>808.95</b>	<b>759.59</b>	总资产周转率	0.27	0.29	0.53	0.86
股本	883.28	883.28	883.28	883.28	固定资产周转率	0.68	0.75	1.30	2.36
资本公积	276.19	276.19	276.19	276.19	应收账款周转率	8.78	9.91	12.53	12.32
留存收益	221.20	292.75	369.61	942.09	存货周转率	2.40	2.60	3.75	3.08
归属母公司股东权益	1380.55	1452.22	1529.09	2101.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.84%	—	—	—
少数股东权益	2.85	-2.15	-5.15	-4.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1383.39</b>	<b>1450.07</b>	<b>1523.93</b>	<b>2097.42</b>	资产负债率	24.41%	25.49%	34.68%	26.59%
负债和股东权益合计	1830.14	1946.01	2332.88	2857.01	带息债务/总负债	61.03%	66.90%	55.22%	32.91%
					流动比率	2.00	2.08	1.59	2.65
					速动比率	1.71	1.77	1.19	2.04
					股利支付率	65.16%	41.00%	53.64%	17.52%
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	137.55	203.53	275.01	920.33	<b>每股指标</b>				
PE	213.74	119.46	87.37	20.87	每股收益	0.08	0.14	0.19	0.79
PB	10.47	9.99	9.51	6.91	每股净资产	1.57	1.64	1.73	2.37
PS	29.94	26.31	12.70	6.48	每股经营现金	0.13	0.11	0.19	0.78
EV/EBITDA	105.61	72.29	53.70	15.43	每股股利	0.05	0.06	0.10	0.14
股息率	0.30%	0.34%	0.61%	0.84%					

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 15 楼

邮编：200120

### 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 楼

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn