

产品结构持续优化, 业绩拐点即将到来

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年度报告, 报告期内实现营业收入 5.39 亿元, 同比增长 11.4%; 实现归属上市公司股东净利润 1.03 亿元, 同比增长 52.6%。同时, 公司发布 2017 年一季度报告, 报告期内实现营业收入 1.47 亿元, 同比增长 23.6%; 实现归属上市公司股东净利润 0.19 亿元, 同比减少 5.7%。
- **产品结构持续优化助力公司营收和净利双双高增长。** 公司坚持“高端化、差异化”的市场竞争策略, 避开竞争日趋激烈的 POF 普通膜市场, 抢滩高附加值的 POF 交联膜市场, 实现了营收和净利的高增长。2016 年报告期内, POF 交联膜营收和毛利占比分别为 44.5% 和 52.4%, 已成为公司最主要的业绩贡献来源。2017 年一季度, 公司继续保持营收的高增长, 但由于成本的提升导致净利润出现小幅下滑。公司产品的原材料是线性低密度聚乙烯及共聚聚丙烯, 价格与国际油价保持高度一致性, 油价的上行导致了成本的提升。我们预计 2017 年原油价格将保持在一定区间震荡, 公司原材料成本有望得到控制。
- **热塑性弹性体项目筹建已基本完毕, 即将成为新兴利润增长极。** 报告期内, 公司控股子公司众立材料“年产 12 万吨热塑性弹性体项目”建设期已步入尾声, 预计 2017 年 6-7 月可达到使用状态。公开资料显示, 众立材料控股股东韩丙勇教授、张爱民教授等均具备多年热塑性弹性体研发经验, 并参与巴陵石化 SBS 开发项目, 技术实力过硬。公司开发的新型 TPPE 较其他热塑性弹性体具备耐油、耐磨、机械性好等优点, 可广泛用于共享单车、手机、医疗、汽车等众多领域, 拥有广阔市场空间。目前共享单车投放处于爆发期, 随着公司项目的逐步落地, 我们预计公司产品有望在共享单车领域率先打开市场, 该项目有望开始为公司持续贡献业绩, 成为公司未来几年重要的利润来源。
- **“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”进展顺利, 或用于有价证券。** 目前公司已公布 10 多项与该项目相关的专利, 根据我们对于公司专利分析, 此项目用途指向有价证券。公司产品有望被用作塑料钞票的塑料基材, 根据我们核算, 塑料基材的市场空间高达 200 亿, 公司或独家受益广阔空间。
- **盈利预测及评级:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17 元、0.73 元、1.10 元, 对应动态 PE 分别为 121 倍、28 倍、19 倍, 维持“买入”评级, 目标价 31 元。
- **风险提示:** 下游需求不及预期的风险、热塑性弹性体项目进展不及预期的风险、聚丙烯薄膜试制项目不及预期的风险、油价波动导致原材料成本变动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	538.79	1145.72	2277.96	3953.94
增长率	11.38%	112.64%	98.82%	73.57%
归属母公司净利润 (百万元)	103.40	153.69	660.94	999.36
增长率	52.56%	48.65%	330.04%	51.20%
每股收益 EPS (元)	0.11	0.17	0.73	1.10
净资产收益率 ROE	5.91%	7.07%	24.10%	27.80%
PE	180	121	28	19
PB	11.73	8.87	6.83	5.19

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)	9.06
流通 A 股(亿股)	6.29
52 周内股价区间(元)	14.62-25.27
总市值(亿元)	186.59
总资产(亿元)	25.69
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1. 浙江众成 (002522): 共享单车有望释放 TPPE 需求, 高性能膜深化公司成长空间 (2017-03-27)
2. 浙江众成 (002522): POF 膜老树新花, 新项目落地在即 (2017-02-13)

关键假设：

假设 1：POF 交联膜下游需求强劲，预计可保持超过 30% 的增速；公司 POF 交联膜产品定价权强，毛利率呈逐年上升之势，预计毛利率将持续上行。

假设 2：POF 普通膜和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 17-19 年基本维持稳定。由于竞争激烈叠加成本的提升，毛利率有逐渐下降的趋势。

假设 3：公司热塑性弹性体项目建设已基本完毕，预计 17 年下半年产品将开始贡献业绩。销量：17 年预计实现销量 2 万吨；18 年和 19 年全年生产，预计实现销量分别为 6 万吨和 12 万吨。毛利率：17 年，由于生产线调试等因素，毛利率较低，预计为 30%；随着生产线的调试和改善，产品毛利率将逐步达到公司业绩说明中的 60% 水平，但考虑到原材料价格存在较大上行可能，我们预计 18 年和 19 年毛利率分别为 55% 和 50%。

假设 4：三费情况：由于公司热塑性弹性体项目开始投产，预计 17-19 年公司销售费用将小幅上升，管理费用先升后降，财务费用由于定增资金的到位将逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 17-19 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
POF 交联膜	收入	239.62	319.00	426.25	567.19
	增速	29.0%	33.12%	33.62%	33.06%
	毛利率	46.42%	48.00%	50.00%	50.00%
POF 普通型膜	收入	196.44	188.03	183.01	178.00
	增速	-14.4%	-4.28%	-2.67%	-2.74%
	毛利率	31.68%	26.00%	23.00%	20.00%
POF 高性能膜	收入	8.98	11.20	11.60	12.00
	增速	-14.6%	24.7%	3.6%	3.4%
	毛利率	30.55%	31.00%	31.00%	31.00%
热塑性项目	收入		494.00	1482.00	2964.00
	增速			200.00%	100.00%
	毛利率		30.00%	55.00%	50.00%
其他（塑料产品）	收入	71.29	99.80	139.72	195.61
	增速	51.4%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	47.40%	47.00%	47.00%	47.00%
其他业务	收入	22.46	33.69	35.38	37.14
	增速	106.6%	50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	3.92%	3.50%	3.00%	3.00%
合计	收入	538.8	1145.7	2278.0	3953.9
	增速	11.4%	112.6%	98.8%	73.6%
	毛利率	39.1%	35.1%	53.0%	48.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	538.79	1145.72	2277.96	3953.94	净利润	94.01	148.69	657.94	1000.36
营业成本	327.93	743.95	1070.41	2055.97	折旧与摊销	56.03	67.87	98.82	117.46
营业税金及附加	5.87	12.48	24.81	43.06	财务费用	2.76	9.75	5.29	-0.68
销售费用	15.92	35.52	75.17	134.43	资产减值损失	0.69	1.00	1.20	1.50
管理费用	85.87	189.04	341.69	553.55	经营营运资本变动	202.19	25.50	-60.43	-41.26
财务费用	2.76	9.75	5.29	-0.68	其他	-206.81	-22.02	-23.22	-24.52
资产减值损失	0.69	1.00	1.20	1.50	经营活动现金流净额	148.87	230.80	679.60	1052.85
投资收益	11.92	20.00	21.00	22.00	资本支出	-399.77	-250.00	-150.00	-10.00
公允价值变动损益	1.02	1.02	1.02	1.02	其他	129.71	21.02	22.02	23.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-270.06	-228.98	-127.98	13.02
营业利润	112.69	174.99	781.39	1189.11	短期借款	-182.65	55.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.85	2.02	1.87	1.79	长期借款	156.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.54	177.02	783.26	1190.90	股权融资	0.00	386.78	0.00	0.00
所得税	19.53	28.32	125.32	190.54	支付股利	0.00	-20.68	-30.74	-132.19
净利润	94.01	148.69	657.94	1000.36	其他	181.32	-11.49	-5.29	0.68
少数股东损益	-9.39	-5.00	-3.00	1.00	筹资活动现金流净额	154.70	409.62	-36.03	-131.51
归属母公司股东净利润	103.40	153.69	660.94	999.36	现金流量净额	39.23	411.44	515.59	934.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	131.66	543.10	1058.69	1993.05	成长能力				
应收和预付款项	66.03	139.23	277.16	480.46	销售收入增长率	11.38%	112.64%	98.82%	73.57%
存货	111.90	268.99	386.03	735.44	营业利润增长率	51.48%	55.28%	346.53%	52.18%
其他流动资产	375.91	401.00	455.59	632.63	净利润增长率	46.21%	58.17%	342.48%	52.04%
长期股权投资	100.29	100.29	100.29	100.29	EBITDA 增长率	24.67%	47.31%	250.53%	47.47%
投资性房地产	1.40	1.40	1.40	1.40	获利能力				
固定资产和在建工程	1053.10	1237.45	1290.85	1185.62	毛利率	39.14%	35.07%	53.01%	48.00%
无形资产和开发支出	105.19	103.09	100.99	98.88	三费率	19.40%	20.45%	18.53%	17.38%
其他非流动资产	139.75	139.63	139.52	139.40	净利率	17.45%	12.98%	28.88%	25.30%
资产总计	2085.22	2934.17	3810.51	5367.16	ROE	5.91%	7.07%	24.10%	27.80%
短期借款	90.00	145.00	145.00	145.00	ROA	4.51%	5.07%	17.27%	18.64%
应付和预收款项	168.06	371.58	555.75	1054.87	ROIC	6.61%	9.54%	35.76%	49.64%
长期借款	156.03	156.03	156.03	156.03	EBITDA/销售收入	31.83%	22.05%	38.87%	33.03%
其他负债	81.10	158.46	223.43	412.79	营运能力				
负债合计	495.19	831.08	1080.21	1768.70	总资产周转率	0.28	0.46	0.68	0.86
股本	883.28	905.66	905.66	905.66	固定资产周转率	0.79	1.44	2.06	3.20
资本公积	276.19	640.60	640.60	640.60	应收账款周转率	9.96	12.89	12.58	12.01
留存收益	289.27	422.28	1052.49	1919.65	存货周转率	2.73	3.91	3.27	3.67
归属母公司股东权益	1450.48	1968.54	2598.75	3465.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.39%	—	—	—
少数股东权益	139.55	134.55	131.55	132.55	资本结构				
股东权益合计	1590.03	2103.10	2730.30	3598.47	资产负债率	23.75%	28.32%	28.35%	32.95%
负债和股东权益合计	2085.22	2934.17	3810.51	5367.16	带息债务/总负债	49.68%	36.22%	27.87%	17.02%
					流动比率	2.12	2.05	2.40	2.41
					速动比率	1.78	1.64	1.97	1.95
					股利支付率	0.00%	13.45%	4.65%	13.23%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.17	0.73	1.10
					每股净资产	1.76	2.32	3.01	3.97
					每股经营现金	0.16	0.25	0.75	1.16
					每股股利	0.00	0.02	0.03	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	171.49	252.62	885.50	1305.89					
PE	180.46	121.40	28.23	18.67					
PB	11.73	8.87	6.83	5.19					
PS	34.63	16.29	8.19	4.72					
EV/EBITDA	105.94	72.33	20.05	12.88					
股息率	0.00%	0.11%	0.16%	0.71%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn