

公司研究

新股研究

建议询价区间: 22.02-24.03 元

国内最大的 POE 热收缩薄膜生产企业

——浙江众成(002522)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益为 0.68 元、0.89 元、1.13 元, 三年复合增长率为 35%。2011 年公司的合理市盈率为 25-30 倍, 对应二级市场的合理价格为 22.25 元-26.7 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 20.02 元-24.03 元。

主要依据:

1、规模优势:

公司是国内最大的 POE 热收缩薄膜生产企业, 2009 年产量超过 1.6 万吨。国内市场占有率为 12.01%, 全球市场占有率为 5.36%, 占据全球同行业第二位, 仅次于美国希悦尔公司, 行业地位突出。

2、环保优势:

POE 热收缩膜与聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料相比, 密度更小, 单位重量的可包装面积更大, 符合低碳减量的包装理念, 产品性能得到广泛认可, 在部分领域正逐步替代聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料, 成为目前国际上最为流行的热收缩包装材料之一。

3、客户优势:

公司的客户分布于多个下游行业, 与公司长期合作的客户多数是行业中的领先企业, 其信誉良好、本身发展迅速, 业务不断增长。公司将目标客户定位于这些大客户, 贯彻“差异化”经营策略, 不仅有效地避免了低价恶性竞争, 还极大地提升了品牌影响力, 逐步扩大和强化公司的品牌优势。

4、募投项目:

公司募集资金主要用于新建 6 条新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线, 新增产能 9,000 吨 (制成品); 年新增 2,000 吨印刷膜项目和众成包装研发制造中心建设项目, 预计全部达产后增加销售收入 3.4 亿元, 增加净利润 5,435 万元。

5、风险提示:

主要原材料价格大幅上涨。

基础数据

总股本(万股)	8000.00
发行A股(万股)	2667.00
总市值(亿元)	--
总资产(亿元)	3.88
每股净资产(元)	2.03
建议询价区间(元)	22.02-24.03

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	326	383	452	520
同比增速(%)	-19%	18%	18%	15%
净利润(百万)	49	72	95	121
同比增速(%)	69%	48%	31%	27%
EPS(元)	0.46	0.68	0.89	1.13

研究员: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1:: 本次发行基本情况

公司名称	浙江众成包装材料股份有限公司
公司简称	浙江众成
发行地	深圳
发行日期	2010-12-01
申购代码	002522
发行股数(万股)	2667
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本(万股)	10,667
每股盈利(2009年)	0.61
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.46
发行前每股净资产(元)	2.03

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

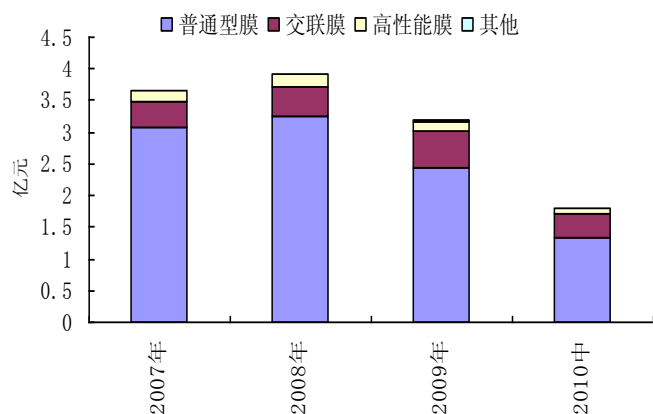
二、公司基本情况

公司是国内最大的 PO F 热收缩薄膜生产企业, 可以生产 3 大类 8 个系列高品质的热收缩膜产品, 2009 年产量超过 1.6 万吨。

2009 年, 公司产品内销 6,366 吨, 国内市场占有率为 12.01%, 排名国内同行业第一位; 全球总销量约 1.6 万吨(含内销), 全球市场占有率为 5.36%, 占据全球同行业第二位, 仅次于美国希悦尔公司, 行业地位突出。

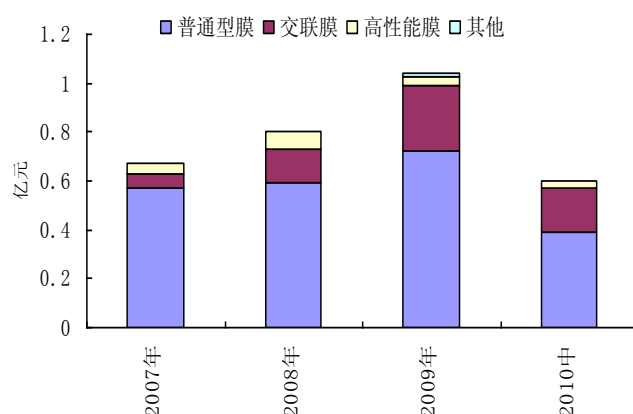
产品主要应用于各类食品、饮料、日用品、化妆品、文教用品、图书音像制品、医药产品、电子产品、工艺品、通讯器材、五金工具等的外包装, 以及各类轻小型产品的集合性包装, 属于功能性、环保型的塑料包装材料。

图 1: 公司主营业务收入



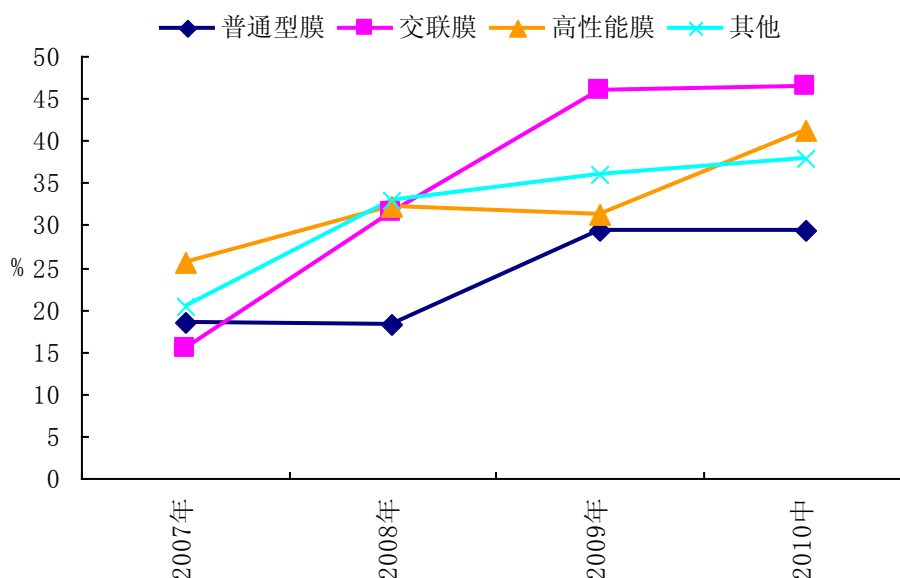
资料来源: 国都证券

图 2: 公司主营业务毛利



资料来源: 国都证券

图 3: 公司主要产品毛利率变化情况



数据来源: 国都证券

三、公司竞争优势

1、行业地位突出，规模优势明显

POF 热收缩膜行业是典型的技术密集、资金密集型行业，具有明显的规模经济特征。

公司已成为我国最大的 POF 热收缩薄膜生产企业，目前的年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，排名国内同行业第一位；全球市场占有率为 5.36%，占据全球同行业第二位，仅次于美国希悦尔公司，行业地位突出，规模优势明显。

目前，众成包装产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列，成为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一，极大方便了客户的采购。

表 2: 2008 年全球 POF 热收缩膜生产企业产量排名情况

排名	公司	POF 膜产量 (吨)	全球市场份额
1	希悦尔	约 60,000	约 20%
2	浙江众成	约 18,000	约 6%
3	BOLLORÉ	约 12,000	约 4%
4	BEMISCLYSAR	约 10,000	约 3%

资料来源: 招股意向书、国都证券

2、产品环保，符合未来发展趋势

随着消费者环保意识的提高，低碳减量的包装理念获得广泛认可，塑料包装材料正向薄壁化、轻型化方向发展。

POF 热收缩膜与聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料相比，密度更小，单位

重量的可包装面积更大，符合低碳减量的包装理念，产品性能得到广泛认可，在部分领域正逐步替代聚乙烯、聚氯乙烯等其他热收缩包装材料，成为目前国际上最为流行的热收缩包装材料之一。

欧洲塑料生产企业协会研究报告表明，近十年来包装薄膜的轻量化，使得塑料软包装的平均重量下降了 28%，每年平均减少塑料用量 180 万吨。

在产品包装领域淘汰不环保的包装材料，应用绿色环保技术开发包装材料将是大势所趋。具有环保性（不含聚氯乙烯等有毒物质）的 POF 热收缩薄膜以其优于纸盒和纸箱的低废气排放、低生产成本、低运输成本及优于 PVC 热收缩膜等塑料材料的无毒、环保性能，日益受到市场青睐，成为市场上推动塑料软包装材料增长的重要动力。

表 3: POF 与 PVC 热收缩膜物理性能优劣比较

	POF (环保) 热收缩膜	PVC 收缩膜
单位成本	比重 0.92，厚度一般在 0.012mm 以上，实际单位成本较低	比重 1.4，厚度一般在 0.03mm 以上，实际单位成本较高
物理性能	①薄而韧，耐揉搓性更好 ②耐寒性极优 ③有静电和防雾处理	①厚而脆，耐揉搓性差 ②耐寒性极劣 ③无静电消除处理
加工性能	加工过程不产生水分也不会粘着于封棒上，适用于高速生产线自动包装	加工过程会产生水分，易造成机械损坏，又易粘着于封棒上，作业不方便，
安全性	收缩包装后，封口处四角柔软，不会割伤皮肤，也耐揉搓	收缩包装后，封口处四角硬且尖锐，易割伤流血
环保卫生	无毒性，加工时不产生有毒气味，通过 SGS 检测，其环保卫生指标符合美国 FDA 标准	有毒性，加工会产生臭味、有毒气体，逐渐禁用
支持政策	《塑料包装材料“十一五”发展规划》提出：大力发展新型热收缩薄膜	无

资料来源：招股意向书、国都证券

3、客户质量好且稳定

公司的客户分布于多个下游行业，与公司长期合作的客户多数是行业中的领先企业。

表 4: 使用公司产品的部分客户名单

行业	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&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
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

医药、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

资料来源：招股意向书、国都证券

上述行业的领先企业信誉良好，其本身发展迅速，业务不断增长，使得公司业务稳定，且增长潜力大。同时，这些企业具有很强的质量意识，在选择产品的时候，首要考虑的因素是质量和品牌而非价格。公司将目标客户定位于这些大客户，贯彻“差异化”经营策略，不仅有效地避免了低价恶性竞争，还极大地提升了品牌影响力，逐步扩大和强化公司的品牌优势。

公司自成立以来，一直注重产品品质提升及新产品研发，使公司在技术方面的优势日益凸显，加上卓有成效的营销工作，2009年，公司成功开拓了如伊利、喜之郎、雀巢公司、旺旺集团、诺基亚、苏州维信、上海印钞有限公司、北京中科彩等多家优质客户。

此外，公司正在加强与宝洁公司、联合利华、卡夫、达能、中国福利彩票、日清食品、北京印钞有限公司等客户的联系，力争2010年进入上述公司的采购体系。同时，公司正加强非食品类优质客户的开拓力度，不断增加公司优质客户。

四、募集资金项目

公司募集资金主要用于以下项目。募集资金项目完成后，公司POF热收缩膜产能将从目前的2.1万吨/年上升到3万吨/年；一次成品率将提高到95%；产品厚度将由目前最薄8.5微米，平均15微米扩展到最薄7.5微米、平均12微米，产品最大幅宽达到3.4米。该等项目实施后，预计可以年新增9,000吨POF热收缩膜及2,000吨POF印刷膜制成品，增加销售收入3.4亿元，增加净利润5,435万元。

表 5：募投项目

项目名称	项目简称	投资总额（万元）	建设周期（年）	项目内容
新型3.4米聚烯烃热收缩膜生产线项目	3.4米线项目	21,133.50	3	新建6条新型3.4米聚烯烃热收缩膜生产线，新增产能9,000吨（制成品）。其中，普通型膜新增4,500吨，交联膜新增4,000吨，高性能膜新增500吨。
年产2,000吨印刷膜生产线建设项目	印刷膜生产线项目	4,112.50	2	年新增2,000吨印刷膜。
众成包装研发制造中心建设项目	研发制造中心项目	4,180.00	1.5	集中于（1）新产品（2）新设备（3）新工艺（4）产品检测四个方面的研发。
合计		29,426.00		

资料来源：招股意向书、国都证券

五、盈利预测

盈利预测假设：

（1）、2009年11月初，公司3条2.4米POF热收缩膜生产线投入使用，在目前固定资产状态下，公司的年产能达到2.1万吨。预计2010年销售量将超过1.8万吨。

(2)、高毛利率产品POF交联膜成品率预计将由现在的85%的成品率提高到90%以上，从而生产成本的下降将导致该产品毛利率持续增加。

(3)、新型3.4米聚烯烃热收缩膜生产线项目预计2010年底开工，建设期3年，2013年底建成，2014年达到设计产能的80%，2015年起100%达产。

(4)、年产2,000吨印刷膜生产线建设项目预计2013年建成，当年达产60%。

表 6:盈利预测表

单位: 万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	326	383	452	520
营业收入	326	383	452	520
收入增长率	-19%	18%	18%	15%
二、营业总成本	259	293	334	371
营业成本	221	252	286	316
毛利率	32%	34%	37%	39%
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	12	14	17	19
管理费用	19	23	27	31
财务费用	5	1	1	2
资产减值损失	0	0	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	66	90	118	149
加: 营业外收入	2	0	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	0
五、利润总额	66	90	118	149
减: 所得税	17	14	18	22
六、净利润	49	77	100	127
减: 少数股东损益	0.00	4.20	5.20	6.20
归属母公司所有者净利润	49	72	95	121
七、每股收益:				
全面摊薄每股收益(元)	0.46	0.68	0.89	1.13

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

六、估值定价及申购建议

我们预计公司2010-2012年全面摊薄后每股收益为0.68元、0.89元、1.13元，三年复合增长率为35%。

公司介于塑料和包装行业。我们选取康得新、普利特、金发科技、沧州明珠、美盈森、万顺股份等作为可比公司。按照最新收盘价，可比公司2010年的平均动态市盈率为45倍，2011年的平均动态市盈率为29倍，2011年公司的合理市盈率为25-30倍，对应二级市场的合理价格为22.25元-26.7元之间，给予10%的折扣，建议一级市场询价区间为20.02元-24.03元。

表 7: 可比上市公司估值比较

代码	名称	最新 股价	EPS (元/股)				PE			
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
002450	康得新	29.85	0.29	0.56	0.81	1.12	103	53	37	27
002324	普利特	42.4	0.71	0.96	1.56	2.16	60	44	27	20
600143	金发科技	15.72	0.2	0.42	0.56	0.82	79	37	28	19
002108	沧州明珠	20.29	0.61	0.67	0.89	1.11	33	30	23	18
002303	美盈森	40.9	0.74	0.95	1.51	2.06	55	43	27	20
300057	万顺股份	24.98	0.38	0.39	0.72	0.92	66	64	35	27
	平均						66	45	29	22

数据来源: 国都证券

七、风险提示

原材料价格大幅上涨: 主要原材料线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯的合计成本占公司主营业务成本的比例大致在 80%, 随着国际原油价格的大幅波动, 公司原材料采购成本也随之发生较大幅度的波动, 可能会给公司带来经营风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com