

日期: 2010年11月25日

行业: 塑料薄膜制造业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

# POF 热收缩膜行业领军企业

## ■ 投资要点:

### POF 热收缩膜行业领军企业

公司主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）的研发、生产和销售。公司是全球知名的高品质 POF 热收缩膜制造商和国内优秀的 POF 热收缩膜整体包装解决方案提供商，在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。

### 募集资金提高公司盈利能力

本次募集资金将用于“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目”、“年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目”和“众成包装研发制造中心建设项目”。项目达产后，将进一步提高公司的市场竞争力及市场份额。

### 业绩增长可持续

预计募投项目将分别在在 2012、2013 年投产，我们测算 2010-2013 年归母公司所有者的净利润将实现年递增 18.33%、19.27%、9.25% 和 18.35%，相应的稀释后每股收益为 0.54 元、0.65 元、0.71 元和 0.84 元。

### 定价结论

公司募集资金项目将分别于 2012 年和 2013 年投产，届时盈利能力获得提升。我们认为，给予公司 2011 年 30-36 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 19.45-23.34 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 20% 的折让，建议询价区间为 15.56-18.67 元，对应的 2009 年市盈率区间为 33.88-40.65 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	325.59	376.38	408.64	445.19	563.87
年增长率 (%)	-18.89	15.60	8.57	8.94	26.66
归属于母公司的净利润	49.00	57.98	69.15	75.55	89.42
年增长率 (%)	69.16	18.33	19.27	9.25	18.35
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.459	0.544	0.648	0.708	0.838

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

IPO 询价区间 RMB15.56-18.67 元  
上市合理估值 RMB19.45-23.34 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 26.67  
发行后总股本 (百万股) 106.67  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 广发证券

### 主要股东 (IPO 前)

陈大魁 73.075%  
陈健 10.000%  
嘉善众嘉投资有限公司 5.425%

### 收入结构 (10H1)

POF 普通型膜 73.76%  
POF 交联膜 20.73%  
POF 高性能膜 4.33%

报告编号: JLJ10-NSP28

首次报告时间: 2010年11月25日

## ■ 公司概况

公司主要从事功能性、环保型热收缩包装材料——多层共挤聚烯烃热收缩薄膜（简称 POF 热收缩膜）的研发、生产和销售，产品包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜等 3 大类 8 个系列。公司所属行业为包装用塑料薄膜制造业。

POF 热收缩膜属功能性包装薄膜，具有环保、收缩率高、贴体效果好、透明度高、韧性好、热封强度好等特点，目前广泛应用于各类食品、饮料、日用品、化妆品、文教用品、图书音像制品、医药品、电子产品、工艺品、通讯器材等产品的外包装，以及各类轻小型产品的集合性包装，是目前国际上最为流行的环保型热收缩包装材料之一，通过 SGS 检测，其环保卫生指标符合美国 FDA 标准。

公司是全球知名的高品质 POF 热收缩膜制造商和国内优秀的 POF 热收缩膜整体包装解决方案提供商，经过多年的发展，公司在核心设备自制和新工艺、新产品研发方面取得了较大成就，积累了康师傅、统一、蒙牛、伊利、香飘飘、上海印钞有限公司、雀巢、诺基亚、奔驰、宜家、金红叶等超过 1,500 家的优质客户，成为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。

表1 公司主要产品及用途情况

产品分类	产品特点及用途	最具代表性的应用领域
POF 普通型热收缩膜	透明度高，抗撕裂性好，适用于食品、饮料、日用品、文具用品、电子等产品的外包装或集体包装	方便面、奶茶等产品的包装
POF 交联热收缩膜	收缩率高，热封强度好，对包装机适用范围大，用于食品、日用品、文具用品、电子产品、五金工具等产品的外包装	手机、钞票、彩票等物品的外包装
POF 高性能热收缩膜	低温收缩率高，收缩力小，适用于那些要求低温包装或要求低收缩力的物体	巧克力、光盘等产品的包装
其他	适用于多颜色、大面积印刷的印刷膜；具有超强静电控制能力的防静电膜等	电子产品、日用品等产品的包装

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2008 年 10 月 30 日，公司由浙江众成包装材料有限公司整体变更设立。本次发行前，公司控股股东及实际控制人陈大魁直接持有公司 5,846 万股，占总股本的比例为 73.075%，陈大魁之子陈健直接持有公司 800 万股，占总股本的 10%。另外，陈大魁还持有公司股东嘉善众嘉投资有限公司 46.083% 的股权，因而通过嘉善众嘉投资有限公司控制公司 5.425% 的股份。因此，陈大魁及其子陈健合计控制公

司 88.50%的股份，本次发行后，陈大魁及其子陈健合计直接持有公司 62.305%的股份，众嘉投资公司持有公司 4.069%的股份，陈大魁及其子陈健仍然合计控制公司 66.374%的股份。

**表 2 公司的股东及实际控制人情况** 单位：万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	陈大魁	5,846	73.075%	5,846	54.805%
2	陈健	800	10.000%	800	7.500%
3	嘉善众嘉投资有限公司	434	5.425%	434	4.069%
4	利保丰益（北京）资本运营中心（有限合伙）	320	4.000%	320	3.000%
5	刘伟钧	220	2.750%	220	2.062%
6	吴军	100	1.250%	100	0.937%
7	马黎声	80	1.000%	80	0.750%
8	潘德祥	60	0.750%	60	0.562%
9	黄旭生	60	0.750%	60	0.562%
10	赵忠策	50	0.625%	50	0.469%
11	陈子根	30	0.375%	30	0.281%
12	本次发行流通股	/	/	2,667	25.002%
	合计	8,000	100.00	10,667	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 行业增长前景

根据中国塑料加工协会的统计数据，2008 年，我国塑料包装薄膜行业总产值 908.97 亿元，同比增长 13.14%。据英国伦敦 Pira 国际公司预测，中国将成为全球塑料包装薄膜需求增长最快的国家，每年增长幅度为 14% 左右。

全球的 POF 热收缩膜 20 世纪 70 年代末最早始于美国，2009 年全球市场规模达到 30 万吨，如按照最终客户使用均价 4,500 美元/吨计算，全球 POF 热收缩膜市场规模约在 13.5 亿美元。作为日常生活用品的包装物之一，POF 热收缩膜的市场需求和国民经济的发展直接挂钩，经济的复苏必将带动 POF 热收缩膜的消费。

随着全球经济、社会的高速发展，PVC 热收缩膜逐步被替代以及新应用领域和客户不断出现，全球 POF 热收缩膜行业仍将保持稳定发展的态势。预计未来三年，全球 POF 热收缩膜市场将保持年均 6.2% 的增速，到 2012 年市场规模预计达到 16 亿美元。2012-2020 年，预计全球 POF 热收缩膜市场年均增长率为 5%-10%，到 2015 年市场

规模达 18 亿美元，产量达 40 万吨；预计 2020 年市场规模达 24 亿美元，产量达 55 万吨。

图 1 2004-2009 年全球 POF 热收缩膜市场规模统计



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表3 2010-2012年全球POF热收缩膜产量与市场规模预测

	2010 年	2011 年	2012 年
产量(万吨)	30.9	32.7	35.6
市场规模(亿美元)	13.9	14.7	16
增长率	2.9%	5.8%	8.9%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

随着 2009 年我国经济的企稳回升，预计 2010 年中国市场将基本摆脱金融危机的影响，总需求量和出口量会在 2009 年的水平上小幅增长。2010 年之后，预计中国 POF 热收缩膜市场需求量会以每年 10%—15% 的速度增加。未来三年，中国 POF 热收缩膜市场将保持年均 13.4% 的增速，高于全球增长速度。到 2012 年，预计中国 POF 热收缩膜市场规模将达到 14.3 亿元。到 2015 年，预计中国 POF 热收缩膜市场规模将达到 18 亿元，产量将达到 14 万吨，到 2020 年，预计中国市场规模将达到 33 亿元，产量将达到 23 万吨。

表4 2010-2012年中国POF热收缩膜产量与市场规模预测

	2010 年	2011 年	2012 年
产量(万吨)	7.9	8.8	10.3
需求量(万吨)	5.6	6.4	7.4
市场规模(亿元)	10.8	12.4	14.3
增长率	5.8%	14.8%	15.3%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

国际上专注于 POF 热收缩膜生产的大厂商并不多，多数大厂商

均具备薄膜包装的多产品体系。目前全球领先的 POF 热收缩膜企业是美国的希悦尔公司 (Sealed Air), POF 热收缩膜的产能水平在 6 万吨左右。2008 年产量上万吨的主要企业还有公司 (1.8 万吨)、法国的 BOLLORÉ (1.2 万吨)、美国的 BEMISCLYSAR (1 万吨)。而以色列的 SYFAN、加拿大的 INTERTAPE 集团等, POF 热收缩膜的产量均不满万吨, 国际市场覆盖有限。除此之外, 国外其余的 POE 热收缩膜厂商多数为中小企业, 基本只照顾到本土客户。

表5 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	公司	约18,000	约6%
3	BOLLORÉ	约12,000	约4%
4	BEMIS CLYSAR	约10,000	约3%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

POF 热收缩膜在国内的竞争并没有达到其他类型热收缩膜市场的激烈程度。国内 POF 热收缩膜生产企业可以划分为三个梯队, 目前国内 POF 热收缩膜市场份额领先的是公司, 2009 年市场份额约为 12%, 其后则是深圳聚银、义乌望江等。公司是国内最大的 POF 热收缩薄膜生产企业, 自 2001 年 10 月设立至今, 已能生产 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 6,365.62 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 16,092.00 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。

表6 中国POF热收缩膜市场主要企业梯队划分

梯队	代表企业	主要特征
第一梯队	公司	——目前POF 热收缩膜年生产能力为2.1 万吨, 综合实力较强 ——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 ——生产规模居中, 在3,000 吨到1 万吨 ——部分企业有少量出口业务
第二梯队	深圳聚银、义乌望江等	——客户比较稳定, POF 普通型膜产品销售为主
第三梯队	微山恒瑞等众多小企业和市场新进入者	——受制于资本或者需求限制, 企业规模一般较小, 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, 年产量不足3,000 吨

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

本次募集资金将用于“新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目”、“年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目”和“众成包装研发制造中心建设项目”。项目达产后，将进一步提高公司的市场竞争力及市场份额。募投项目实施后，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 5,434.64 万元。

表7 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
1	新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目	21,133.50	3年
2	年产 2,000 吨印刷膜生产线建设项目	4,112.50	2年
3	众成包装研发制造中心建设项目	4,180.00	1.5年
	合计	29,426.00	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 8 募投项目经营效益分析

序号	指标名称	单位	新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜 生产线项目	年产 2,000 吨印刷膜生产线建 设项目
1	生产纲领			
	普通型膜	吨	4,500	
	交联膜	吨	4,000	
	高性能膜	吨	500	
	印刷膜	吨		2,000
2	主要工艺设备	台、套	336	14
3	工作人员总数	人	117	20
4	总建筑面积	m <sup>2</sup>	54,000	7,500
5	总投资	万元	21,133.5	4,112.5
6	正常年销售收入	万元	21,150	12,850
7	正常年利润总额	万元	5,846.19	1,400
8	正常年净利润	万元	4,384.64	1,050
9	投资利润率	%	20.7	24.32
10	全部投资内部收益率（税后）	%	13.8	20.36
11	全部投资回收期（静态，税后，不 含建设期）	年	3.78	3.76
12	盈亏平衡点	%	37.14	51.15

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司专注于 POF 热收缩膜的生产及销售，产品按具体用途及工艺可以细分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜 3 大类 8 个系列。

采购模式：公司所需原材料（主要为 PP、PE）主要向专业生产厂商采购。

生产模式：为“以销定产”方式，即由客户提出产品要求，生产企业根据客户订单组织生产、检验并交货。

销售模式：多为与经销合作的销售模式。

2007 年-2009 年及 2010 年上半年，公司主营业务收入占当年营业收入的比例分别为 95.27%、97.88%、97.75%、99.63%，公司营业收入主要来自主营业务收入，其他业务收入为边角料的销售收入。

从细分产品来看，POF 普通型膜的销售收入占比最高，但呈逐年下降的趋势。2007 年—2009 年及 2010 年上半年，POF 普通型膜占营业收入的比例分别为 80.45%、81.04%、75.00%、73.76%，POF 普通型膜仍是公司目前的主要品种。同时，技术含量和附加值更高的 POF 交联膜、POF 高性能膜等高端产品销售收入占比逐年提升，主营业务收入占比由 2007 年的 15.29% 上升为 2010 上半年的 25.15%，显示公司产品结构逐步优化，综合毛利率也因此逐年提高。

表9 公司收入构成

产品类别	2010 上半年		2009 年	
	金额 ( 万元 )	比例	金额 ( 万元 )	比例
POF 普通型膜	13,346.13	73.76%	24,418.54	75.00%
POF 交联膜	3,750.66	20.73%	5,913.6	18.16%
POF 高性能膜	782.86	4.33%	1,436.17	4.41%
其他	147.20	0.81%	58.83	0.18%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>18,026.85</b>	<b>99.63%</b>	<b>31,827.15</b>	<b>97.75%</b>
其他业务收入	67.60	0.37%	732.28	2.25%
<b>营业收入合计</b>	<b>18,094.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>32,559.43</b>	<b>100.00%</b>

  

产品类别	2008 年度		2007 年度	
	金额 ( 万元 )	比例	金额 ( 万元 )	比例
POF 普通型膜	32,531.46	81.04%	30,873.34	80.45%
POF 交联膜	4,617.90	11.50%	3,982.92	10.38%
POF 高性能膜	2,064.31	5.14%	1,607.26	4.19%
其他	78.12	0.19%	98.89	0.26%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>39,291.79</b>	<b>97.88%</b>	<b>36,562.41</b>	<b>95.27%</b>
其他业务收入	849.22	2.12%	1,813.82	4.73%

营业收入合计	40,141.01	100.00%	38,376.24	100.00%
--------	-----------	---------	-----------	---------

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表10 公司近三年及一期的主营业务毛利 单位：万元

产品类别	2010 上半年		2009 年		2008 年度		2007 年度	
	毛利	比例	毛利	比例	毛利	比例	毛利	比例
POF 普通型膜	3,935.12	64.94%	7,188.44	69.26%	5,922.11	73.38%	5,696.88	84.48%
POF 交联膜	1,746.52	28.82%	2,718.17	26.19%	1,458.89	18.08%	613.31	9.09%
POF 高性能膜	322.05	5.31%	450.84	4.34%	663.98	8.23%	413.38	6.13%
其他	55.99	0.92%	21.24	0.20%	25.75	0.32%	20.15	0.30%
合计	6,059.68	100.00%	10,378.68	100.00%	8,070.73	100.00%	6,743.72	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 11 公司近三年产能及产能利用率分析

	2009 年度	2008 年度	2007 年度
大卷膜理论产能 (吨)	20,100	23,400	20,900
大卷膜实际产量 (吨)	18,151	20,753	22,062
产能利用率	90.30%	88.69%	105.56%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表12 公司产品结构的变化情况

产品类别	2009		2008		2007	
	主营业务 收入占比	毛利率	主营业务 收入占比	毛利率	主营业务 收入占比	毛利率
POF 普通型膜	76.72%	29.44%	82.79%	18.20%	84.44%	18.45%
POF 交联膜	18.58%	45.96%	11.75%	31.59%	10.89%	15.40%
POF 高性能膜	4.51%	31.39%	5.25%	32.17%	4.40%	25.72%
其他	0.18%	36.10%	0.20%	32.96%	0.27%	20.38%
合计	100.00%	32.61%	100.00%	20.54%	100.00%	18.44%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

报告期内，公司主营业务收入有所波动，2008 年、2009 年，公司主营业务收入同比增长分别为 7.46%和-18.99%；净利润同比增长 86.74%和 69.16%。

公司净利润呈逐年增长趋势，主要原因为毛利率逐年提高。报告期内，公司综合毛利率分别为 17.72%、20.42%和 32.11%、33.57%，毛利率的提高成为 2009 年收入下降而利润上升的最主要因素。报告

期内，公司综合毛利率高于国内同行业上市公司均值，关键因素系公司产品为功能性、环保型塑料包装薄膜，与普通塑料薄膜相比，产品附加值更高。

表13 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项目	2010年1-6月	2009年		2008年		2007年
		金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	18094.45	32559.43	-18.89	40141.01	4.60	38376.24
营业利润	3725.92	6639.58	79.64	3696.05	1.66	3635.54
利润总额	3710.96	6574.75	68.77	3895.68	8.00	3607.20
归属于母 公司股东 的净利润	2741.76	4899.63	69.16	2896.39	86.74	1551.03

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007-2009 年和 2010 年上半年，公司应收帐款周转率分别为 12.08 次、15.04 次、12.37 次和 5.61 次，存货周转率分别为 5.66 次、5.45 次、4.06 次和 2.15 次。

公司应收账款周转率优于可比上市公司，显示良好的应收账款管理能力；但呈逐年略有下降趋势，这主要受公司客户结构调整影响。2007 年-2009 年内销直销占主营业务收入的比例分别为 13.07%，16.06%，20.24%，随着公司内销中直销方式占比的加大，提高毛利润的同时，一定程度上降低了应收账款周转率水平。

公司存货周转率低于行业平均水平，主要原因为：公司所需主要原材料大部分为进口，运输周期加上储备需求，导致公司存货周转率比其他原材料主要为国内采购的普通塑料薄膜类企业低。

表 14 公司运营能力情况 单位：次

公司代码	公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
		07Y	08Y	09Y	10H1	07Y	08Y	09Y	10H1
000859.SZ	国风塑业	7.68	9.69	7.15	3.79	11.26	14.83	10.07	4.55
002263.SZ	大东南	27.25	19.24	10.68	4.62	8.70	7.16	4.32	1.89
000973.SZ	佛塑股份	12.22	11.04	10.55	5.42	8.17	8.76	7.16	2.40
002014.SZ	永新股份	8.84	9.44	8.80	4.11	7.66	8.35	6.67	3.87
600074.SH	中达股份	7.73	14.63	14.73	6.78	2.14	3.50	11.10	4.92
	平均	12.74	12.81	10.38	4.95	7.58	8.52	7.86	3.53
002522.SZ	浙江众成	12.08	15.04	12.37	5.61	5.66	5.45	4.06	2.15

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

**业绩预测**

预计募投项目将分别在在 2012、2013 年投产，我们测算 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 18.33%、19.27%、9.25%和 18.35%，相应的稀释后每股收益为 0.54 元、0.65 元、0.71 元和 0.84 元。

**表 15 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元**

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>现有业务</b>				
销售量 (吨)	15,278.20	16,042.10	16,844.21	17,686.42
POF 普通型膜	2,722.03	3,266.43	3,919.72	4,703.66
POF 交联膜	623.97	748.76	898.52	1,078.22
POF 高性能膜	80.00	88.00	96.80	106.48
平均价格 (万元/吨)				
POF 普通型膜	1.86	1.86	1.86	1.86
POF 交联膜	2.62	2.62	2.62	2.62
POF 高性能膜	2.73	2.73	2.73	2.73
其他产品	2.94	2.94	2.94	2.94
POF 普通型膜	28,417.44	29,838.32	31,330.23	32,896.74
POF 交联膜	7,131.71	8,558.05	10,269.66	12,323.60
POF 高性能膜	1,703.44	2,044.12	2,452.95	2,943.54
其他产品	235.20	258.72	284.59	313.05
其他业务	150	165	182	200
<b>收入合计</b>	<b>37,637.79</b>	<b>40,864.21</b>	<b>44,518.94</b>	<b>48,676.58</b>
POF 普通型膜	20,176	20,887	21,931	23,028
POF 交联膜	3,851	4,621	5,546	6,655
POF 高性能膜	1,022	1,124	1,349	1,619
其他产品	146	160	176	194
其他业务	120	132	145	160
<b>成本合计</b>	<b>25,315</b>	<b>26,925</b>	<b>29,148</b>	<b>31,655</b>
POF 普通型膜	29.00%	30.00%	30.00%	30.00%
POF 交联膜	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
POF 高性能膜	40.00%	45.00%	45.00%	45.00%
其他产品	38.00%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>综合毛利率</b>	<b>33.04%</b>	<b>34.11%</b>	<b>34.53%</b>	<b>34.97%</b>
<b>募投项目</b>				
产品年均销售收入				7,710
营业总成本				6,870
年均利润总额				630

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 16 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	325.59	376.38	408.64	445.19	563.87
营业总成本	259.20	299.07	317.10	344.79	444.64
营业成本	221.05	253.15	269.25	291.48	375.85
营业税金及附加	1.99	2.26	2.45	2.67	3.38
销售费用	12.06	14.30	15.53	16.92	21.43
管理费用	19.45	22.58	24.52	26.71	33.83
财务费用	4.67	6.77	5.36	7.01	10.15
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.40	77.31	91.54	100.40	119.22
加: 营业外收入	2.28	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.75	77.31	91.54	100.40	119.22
减: 所得税	16.75	19.33	22.38	24.85	29.81
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	49.00	57.98	69.15	75.55	89.42
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	49.00	57.98	69.15	75.55	89.42
摊薄 EPS (元)	0.459	0.544	0.648	0.708	0.838

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 主要原材料价格波动风险

公司生产经营所需的主要原材料包括线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯。报告期内, 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分别为 84.85%、80.32%、73.01%、78.83%。作为石油化工行业的下游产品, 线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯的价格随着国际原油价格的大幅波动而波动, 公司原材料采购成本也随之发生较大幅度的波动。公司存在主要原材料价格短期内大幅波动带来的经营风险。

### 供应商集中风险

公司生产经营所需主要原材料主要向 DOWCHEMICAL PACIFIC LIMITED (陶氏化学) 和 BASSELL ASIA PACIFIC LIMITED (巴斯尔) 采购取得。报告期内, 公司向上述两家供应商采购的金额占原材料采

购总额的比例分别为 84.54%、90.21%、73.48%、83.25%。多年来，公司已与上述两家原材料供应商建立了共同发展、互利互惠的战略伙伴关系，但不排除公司主要供应商由于重大生产事故、战乱、自然灾害等不可预测因素的影响导致公司原材料出现临时性短缺的风险。

### 产品结构单一风险

公司目前的主导产品是 POF 热收缩膜，近三年及一期，POF 热收缩膜产品销售收入占公司营业收入的比例分别为 95.27%、97.88%、97.75%、99.63%。作为日常生活用品的包装物之一，若 POF 热收缩膜的需求受下游行业景气度、原材料价格波动等因素影响出现不利变化，仍将直接导致公司营业收入的减少，公司存在产品结构较为单一的风险。

### 募投项目新增产能消化风险

公司拟募集资金约 3 亿元，其中 2.11 亿元用于新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目，预计该项目达产后，公司将新增 POF 热收缩膜年产能 9,000 吨，增产幅度为 42.86%。虽然本次募投项目已经公司充分论证和系统规划，但在项目实施及后续经营过程中，如果业务开拓不力或者市场环境发生变化，公司新增产能将不能及时消化，则可能直接影响本次募集资金投资项目的经济效益和公司的整体经营业绩。

## ■ 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同类公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 883.34 倍、49.11 倍和 34.02 倍。最近上市的中小板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 69.95 倍、73.03 倍和 50.88 倍。

表 17 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
000973.SZ	佛塑股份	17.38	0.01	0.24	0.36	0.48	1738.00	73.27	47.63	36.21
002014.SZ	永新股份	20.65	0.72	0.83	1.01	1.18	28.68	24.95	20.40	17.51
国内同行业整体平均							<b>883.34</b>	<b>49.11</b>	<b>34.02</b>	<b>26.86</b>

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（11 月 23 日收盘价）

表 18 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002500.SZ	山西证券	12.25	0.14	0.31	0.21	0.27	87.50	39.52	57.86	46.02

002501.SZ	利源铝业	39.90	0.75	0.77	0.89	1.24	53.20	51.82	44.99	32.20
002502.SZ	骅威股份	32.41	0.46	0.61	0.58	0.81	70.46	53.13	56.13	40.21
002503.SZ	搜于特	83.20	0.85	0.90	1.02	1.82	97.88	92.44	81.87	45.75
002504.SZ	东光微电	30.70	0.25	0.29	0.32	0.50	122.80	105.86	96.60	62.02
002505.SZ	大康牧业	27.35	0.46	0.47	0.41	0.60	59.07	58.82	66.16	45.72
002506.SZ	超日太阳	43.48	0.75	1.19	0.78	1.21	57.97	36.54	55.64	36.02
002507.SZ	涪陵榨菜	40.80	0.31	0.36	0.33	0.42	131.61	113.33	124.43	96.39
002508.SZ	老板电器	39.16	0.49	0.68	0.78	0.95	79.92	57.59	50.42	41.36
002509.SZ	天广消防	40.70	0.31	0.45	0.42	0.65	131.29	90.44	96.22	63.07
<b>平均值</b>							<b>89.17</b>	<b>69.95</b>	<b>73.03</b>	<b>50.88</b>

数据来源: Wind 资讯上海证券研究所整理 (11月23日收盘价)

### 公司可给的估值水平及报价区间

公司募集资金项目将分别于 2012 和 2013 年投产, 届时盈利能力获得提升。我们认为, 给予公司 2011 年 30-36 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 19.45-23.34 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看, 截至 11 月 23 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 27.44%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 15.56-18.67 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 33.88-40.65 倍。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10% 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。