

新股研究报告
塑料制品
POF 热收缩膜
浙江众成

合理价值区间: 32.73~34.98 元

2010 年 12 月 10 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	106.67/26.67
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
上证综指/深圳成指	2848.55/12615.41
发行股本(百万股)	26.67

财务数据

净资产值(百万元)	189.75
每股净资产(元)	2.37
资产负债率	42.30%

新股投资价值分析

内生增长打造包装材料新贵

● 包装材料产业升级利好热收缩膜

包装材料的产业升级推动塑料包装薄膜行业的市场需求快速扩张。未来亚太地区将超过北美和欧洲,成为全球最大的塑料包装薄膜需求市场。其中,热收缩膜性能优势突出,是增速最快的子行业。

● POF 热收缩膜受益消费品市场发展

POF 热收缩膜性能优异,下游食品、日化等消费市场规模的扩大带动了 POF 热收缩膜行业需求增速较快。国内市场增速则高于全球市场 6.2%的增速,将保持在 13.4%的水平。预计到 2012 年全球市场规模预计达 16 亿美元,国内则达 14.3 亿元。

● 核心竞争力--自制核心设备

浙江众成行业地位突出,排名全球第二、国内第一。核心设备自制是其最为核心的竞争力,进而带动了公司工艺创新和新产品开发的优势。这种自主创新具有独创性和不可复制性,同时设备自创能力体现了公司的综合能力和研发水平。

● 产品升级持续提升盈利能力

各产品毛利率水平提升、相对高端的产品结构使得公司盈利水平远远超越国内同行平均水平,与全球最大生产商—希悦尔不相上下,并通过持续优化产品结构,提升综合盈利水平实现内生增长。

● 风险提示

原料 LLDPE 和共聚 PP 为大宗石化产品,原油价格波动将影响公司成本;募投项目技术难度较大,存在延迟投产的风险。

● 合理价值区间 32.73~34.98 元/股

公司绝对估值为 32.73~36.93 元/股,相对估值为 33.00~34.98 元/股,基于公司良好盈利能力及未来成长,我们建议公司合理价值区间为 32.73~34.98 元/股,对应 09 年摊薄后 EPS 的 P/E 为 71.2~76.0X,对应 10 年 P/E 为 49.6~53.0X。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	401	326	381.76	451.00	524.11
(+/-%)	4.6%	-18.9%	17.2%	18.1%	16.2%
净利润(百万元)	29	49	70.27	103.22	125.12
(+/-%)	86.7%	69.2%	43.4%	46.9%	21.2%
每股收益(元)	0.36	0.61	0.66	0.97	1.17
EBIT Margin	11.2%	21.8%	25.4%	27.5%	29.2%
净资产收益率 (ROE)	25.6%	30.2%	6.9%	9.4%	10.4%
市盈率 (PE)	83.3	49.0	45.54	31.00	25.58
EV/EBITDA	43.1	30.4	28.89	22.67	17.97
市净率 (PB)	21.2	14.78	3.14	2.91	2.67

化工研究小组

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060047

联系人: 梁丹

电话: 0755-82134323

E-mail: liangdan@guosen.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明部分

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

全球视野 本土智慧

投资摘要

合理价值区间 32.73~34.98 元/股

随着包装材料的产业升级，塑料包装薄膜市场将得到极大推动，进而带动热收缩膜行业快速发展；低碳理念助推 POF 热收缩膜成为热收缩膜行业的市场主流；下游食品、日化、医药等消费行业的高速发展将引领 POF 热收缩膜市场快速发展。

公司主营产品按具体用途分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜三大类八个系列。目前公司国内市场占有率为 12.01%，位居国内行业第一位；全球市场占有率 5.36%，位居全球行业第二位，行业突出，规模优势明显。

核心设备自制是其最为核心的竞争力，进而带动了公司工艺创新和新产品开发的优势。各产品毛利率水平提升、相对高端的产品结构使得公司盈利水平远远超越国内同行平均水平，并通过持续优化产品结构，提升综合盈利水平实现内生增长。

浙江众成当前产能已处于满负荷状态，随着募集资金项目解决公司产能瓶颈，公司业绩将快速增长。我们预计公司 10-12 年的营业收入增长率为 17.2%、18.1%、16.2%，归属于母公司所有者净利润增长率为 43.4%、46.9%、21.2%，未来三年净利润预期复合增长率约为 36.68%，预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.66、0.97、1.17 元。

公司绝对估值为 32.73~36.93 元/股，相对估值为 33.00~34.98 元/股，基于公司预期良好盈利能力及未来成长，我们建议公司合理价值区间为 32.73~34.98 元/股，对应 09 年摊薄后 EPS 的 P/E 为 71.2~76.0X，对应 10 年 P/E 为 49.6~53.0X。

核心假设

- (1) 我国 POF 热收缩膜行业保持年均 13.4% 的增长率；
- (2) 浙江众成产品升级顺利促毛利率提升，募集资金项目顺利投产。

产品升级提升盈利能力

公司核心优势在于自建设备、开发高端新产品，随着高端产品比重的提升，公司毛利率整体水平将进一步提升；募投项目的投产将助力公司突破产能瓶颈，推动业绩快速提升。

核心假设的主要风险

原料 LLDPE 和共聚 PP 为大宗石化产品，原油价格波动将影响公司成本；募投项目技术难度较大，存在延迟投产的风险。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
合理价值区间：32.73~34.98 元/股	5
绝对估值：32.73~36.93 元/股	5
相对估值：33.00~34.98 元/股	6
结论：合理价值区间 32.73~34.98 元/股	6
POF 热收缩膜：塑料包装材料新贵	8
产业升级凸显塑料包装薄膜优势	8
性能优势推动热收缩膜行业快速发展	8
POF 热收缩膜：插上消费的翅膀	10
浙江众成：世界级 POF 热收缩膜龙头	11
屹立 POF 热收缩膜行业之巅	12
高管持股集中促公司稳定发展	13
核心竞争力—自制“心脏”设备	13
募投项目—产品升级带来新的发展机遇	14
提升产能	14
推进产业链延伸	15
财务和盈利能力分析	15
盈利能力领先行业平均水平	15
成长性领先同业平均水平	18
偿债能力逐步提升	19
经营效率良好	19
费用率水平保持稳定	20
盈利预测：10-12 年 EPS 为 0.66、0.97、1.17 元	21
核心假设的主要风险	22
原料价格大幅波动的风险	22
产品结构单一的风险	22
募投产能延迟投产的风险	22
附表 1：财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
免责条款	24

图表目录

图 1: 包装材料分类图	8
图 2: 热收缩膜所处行业位置图	9
图 3: 热收缩膜产业链图	9
图 4: 全球 POF 热收缩膜市场规模预测走势图	10
图 5: 2009 年全球 POF 热收缩膜应用市场结构	10
图 6: POF 热收缩膜下游应用情况	11
图 7: 国内 POF 热收缩膜市场需求预测示意图	11
图 8: POF 热收缩膜分类图	12
图 9: 浙江众成发行后股权结构图	13
图 10: 公司核心竞争力图示	14
图 11: 公司综合毛利率和国内 POF 行业平均水平比较图	15
图 12: 公司收入和利润走势图	16
图 13: 公司的盈利能力分析图	17
图 14: 主营业务销售收入构成	17
图 15: 主营业务毛利率走势图	17
图 16: 综合成品率走势图	17
图 17: 单位收入和成本年均差额走势图	18
表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析)	5
表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	5
表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	6
表 6: 同行业公司估值指标对比	6
表 7: POF 热收缩膜和其他几种热收缩膜的对比关系	10
表 8: 2008 年全球 POF 热收缩膜企业状况	12
表 9: 国内 POF 热收缩膜企业状况	13
表 10: 公司获得专利情况	14
表 11: 募投项目新增产能及盈利预测	15
表 12: 浙江众成盈利能力同业对比	16
表 13: 浙江众成成长性同业对比	18
表 14: 浙江众成偿债能力同业对比	19
表 15: 浙江众成经营效率同业对比图	20
表 16: 浙江众成费用率同业对比图	20
表 17: 浙江众成分业务收入、毛利预测	21

合理价值区间：32.73~34.98 元/股

绝对估值：32.73~36.93 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行现金流贴现。1、参考前期行业收入及公司收入增长率，我们预计 2013、2014、2015 年的增长率分别为 30.88%、20.00%、18.00%，考虑未来可能的行业增长率下降，我们谨慎地以 12% 作为半显性期增长假设；2、我们假设公司永续增长率为 1%。基于此假设下的 FCFF、APV、EVA 三种方式的公司估值分别为 32.73 元/股、36.93 元/股、27.32 元/股，对应 09 年摊薄后 EPS 的 P/E 为 59~80X。绝对估值的合理价值区间为 32.73~36.93 元/股。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	4.60%	-18.89%	17.25%	18.14%	16.21%	30.88%	20.00%	18.00%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	20.42%	32.11%	35.04%	36.53%	38.04%	38.59%	38.59%	38.59%	38.59%	38.59%	38.59%
管理费用 / 销售收入	4.06%	5.93%	5.90%	5.40%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%
所得税税率	25.65%	25.48%	25.10%	25.30%	25.20%	25.20%	25.20%	25.20%	25.20%	25.20%	25.20%
股利分配比例	27.88%	8.46%	20.10%	19.80%	21.30%	21.30%	21.30%	21.30%	21.30%	21.30%	21.30%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	1.00%	实际所得税率 T	25.10%
无风险利率	2.05%	Ke	7.88%
行业平均 Beta	0.96	风险溢价	6.00%
公司市值 (E)	3200	E/(D+E)	98.43%
债务总额(D)	51	D/(D+E)	1.57%
Kd	5.30%	WACC	7.82%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
2.0%	44.04	39.75	36.23	33.29	30.80
1.5%	41.09	37.41	34.34	31.74	29.52
1.0%	38.65	35.44	32.73	30.41	28.40
0.5%	36.60	33.76	31.34	29.25	27.42
0.0%	34.85	32.31	30.13	28.22	26.55

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
2.0%	47.05	42.98	39.67	36.94	34.65
1.5%	44.47	41.01	38.15	35.76	33.74
1.0%	42.41	39.43	36.93	34.82	33.01
0.5%	40.76	38.15	35.95	34.06	32.44
0.0%	39.43	37.13	35.16	33.46	31.99

资料来源：国信证券经济研究所

表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
2.0%	39.06	34.35	30.49	27.27	24.54
1.5%	36.29	32.20	28.78	25.89	23.42
1.0%	33.99	30.38	27.32	24.70	22.45
0.5%	32.06	28.83	26.06	23.67	21.59
0.0%	30.42	27.49	24.96	22.76	20.83

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值: 33.00~34.98 元/股

在可比同业公司选择中, 与浙江众成同属塑料薄膜行业的有国风塑业、中达股份等企业, 但这些企业 2009 年经营业绩接近亏损, 不适合作为参考对比公司。公司属于塑料制品行业, 下游为包装行业, 我们选取塑料制品行业中的沧州明珠、通产丽星、大东南、康得新, 以及包装行业的合兴包装、万顺股份作为参考可比公司。

我们以估值的两个核心变量----盈利能力和盈利增长对这些公司进行分别比较, 以期找出浙江众成合理的定价区间。浙江众成的 ROE 和成长性均高于行业平均水平, 待募集资金投产后公司, 未来三年净利润预期复合增长率约 36.68%。

参考可比公司 2009 年 P/E 区间为 20~77X, 平均为 53X; 10 年预测 P/E 区间为 29~62X, 平均为 42X。综合来看, 我们认为浙江众成估值水平高于平均水平, 我们以参考 09 年 P/E 约 60~65X, 对应浙江众成 09 年摊薄后 EPS0.46 元的价格区间为 27.60~29.90 元/股; 参考 10 年预测 P/E 约 50~53X, 对应浙江众成 10 年 EPS0.66 元的价格区间为 33.00~34.98 元/股。

综合考虑, 参考同业公司的定价区间为 33.00~34.98 元/股。

表 6: 同行业公司估值指标对比

公司名称	盈利增长		盈利能力 (ROE)			12/07 收盘价 (元/股)	09EPS (元/股)	P/E(X)	预测 10EPS (元/股)	P/E(X)
	2009	CAGR (07-09)	2007	2008	2009					
沧州明珠	134.59%	108.82%	8.01%	13.72%	23.20%	21.07	1.06	19.88	0.65	32.42
通产丽星	43.23%	24.08%	29.31%	14.22%	13.50%	14.34	0.26	55.15	0.40	35.81
大东南	13.32%	-0.90%	12.74%	9.69%	6.85%	10.28	0.15	68.53	0.35	29.37
康得新	60.10%	64.41%	12.44%	17.77%	19.51%	30.87	0.3983	77.50	0.50	61.94
合兴包装	31.60%	38.37%	31.04%	17.11%	16.30%	15.40	0.35	44.00	0.38	40.96
万顺股份	35.63%	27.72%	31.92%	23.74%	25.95%	26.10	0.5103	51.15	0.50	52.60
平均	53.08%	43.75%	20.91%	16.04%	17.55%			52.70		42.18
浙江众成	69.16%	77.73%	20.24%	29.30%	35.55%		0.46	60~65	0.66	50~53

资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

结论: 合理价值区间 32.73~34.98 元/股

在相对估值中, 我们认为同业比较下的定价能够在一定程度上反映浙江众成当前市场条件下的价格, 价格区间为 33.00~34.98 元/股, 但这个价格基于公司过去盈利水平, 并不符合公司价值由未来现金流贴现的原则, 仅是用过去盈利增长作为未来盈利过程的权宜之计。

绝对估值则考虑公司未来盈利趋势, 但包含较大主观成分, 价格区间

32.73~36.93 元/股仍需要公司盈利预期在未来得到不断验证才能达到，目前具有一定的参考作用。

我们倾向于相对估值对浙江众成定价，参考绝对估值的定价，确定最终价格区间为 32.73~34.98 元/股，对应 09 年摊薄后 EPS 的 P/E 为 71.2~76.0X，对应 10 年 P/E 为 49.6~53.0X，属市场合理水平。

POF 热收缩膜：塑料包装材料新贵

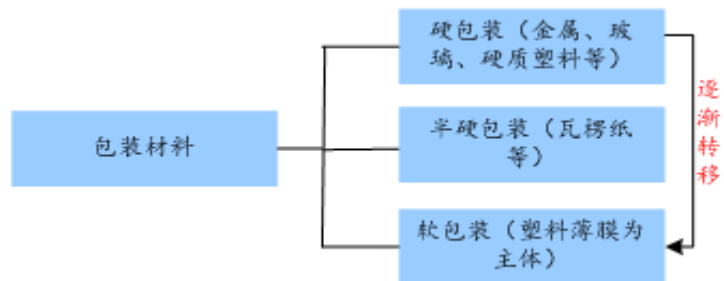
产业升级凸显塑料包装薄膜优势

包装具备产品保护、附加值提升、推广促销等多重功能，其应用领域涵盖货物、物品流通的每一个环节。包装材料主要有纸和纸板（占比 35.6%），塑料（占比 31.1%），玻璃（占比 6.6%），金属（占比 26.6%）。

其中，塑料包装材料由于具有光学性能好、适宜的阻隔性与渗透性、化学稳定性好、良好的加工性和装饰性、质轻等优点，年均增长速度领先于其他传统包装材料。美国塑料包装材料需求近五年年均增长率为 6.4%，而纸和玻璃分别为 2.2% 和 0.9%。我国塑料包装行业产量达 1600 万吨，而塑料包装薄膜占比将近 50%，英国伦敦 Pira 国际公司预测，中国将以 13.4% 的增速成为全球塑料包装薄膜需求增长最快的国家。

包装材料按材料的软硬性质可以分为软包装材料（如纸、铝箔、天然纤维、塑料薄膜等）、半硬包装材料（如瓦楞纸板、塑料等）、硬包装材料（如金属、硬质塑料、玻璃等）。其中，软包装由于具有绚丽的色彩、丰富的功能、以及形式多样的表现力等优势，已成为最主要的包装形态之一。软包装在节省包装成本和运输成本、减少能源损耗等方面的优势日渐凸显，包装形式正逐渐由“硬包装”向“软包装”转移。

图 1：包装材料分类图

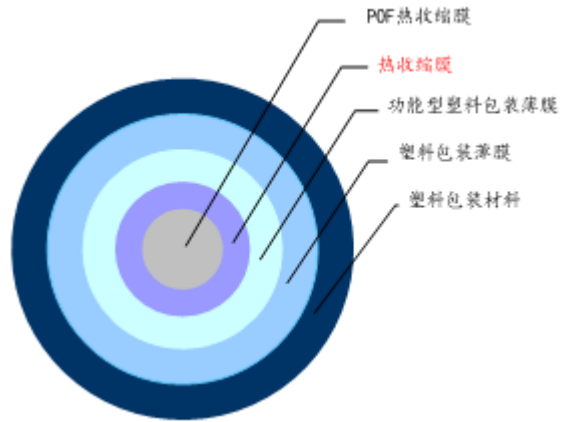


资料来源：国信证券经纪研究所

性能优势推动热收缩膜行业快速发展

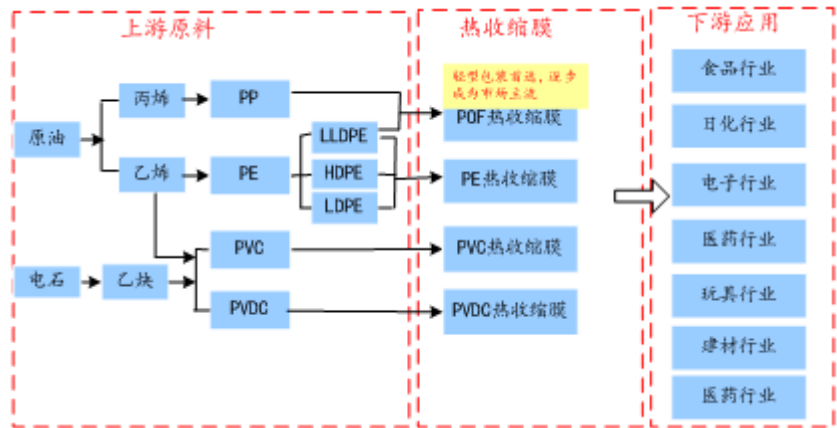
热收缩膜作为塑料包装薄膜的子行业，是一种功能型塑料包装材料，其功能性主要体现在可以热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等方面，其现已成为塑料包装薄膜领域发展最快的子行业。2009 年，全球热收缩膜市场规模达到 90 亿美元，其中美国市场最大，达 18 亿美元。

图 2：热收缩膜所处行业位置图



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

图 3：热收缩膜产业链图



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

由热收缩膜产业链图可以看出，其上游原料是 PE、PP、PVC、PVDC 等原油化工品，下游是食品、医药、日化等消费类行业。因此，热收缩膜行业需求稳定增长，长期受益于收入增长带动的消费升级。

其按原料的不同可分为 PE 热收缩膜、PP 热收缩膜、PVC 热收缩膜、PVDC 热收缩膜和 POF 热收缩膜。其中，POF 型为轻型包装的首选；PE 型主要应用在重型包装方面；PVC 型由于环保性差，逐渐被 POF 替代；PVDC 型为安全的高阻隔性材料，主要用于肉类食品包装，也是未来发展的主要方向之一。

表 7: POF 热收缩膜和其他几种热收缩膜的对比关系

类型	性能和应用	市场容量 (万吨)	2009 年市场结构	
			市场规模 (亿元)	市场规模占比
PE 热收缩膜	抗冲击强度大, 主要用于重型包装	20.0	28.0	35.0%
POF 热收缩膜	环保、轻型包装	5.3	10.2	12.8%
PVC 热收缩膜	成本低、但厚而脆, 防潮性差, 将逐渐被 POF 替代	2.0	2.4	3.0%
PVDC 热收缩膜	安全可靠的高阻隔性材料, 主要用于肉类等食品包装, 附加值很高	0.1	1.2	1.5%
其他	—	—	38.2	47.4%
合计	—	—	80.0	100.0%

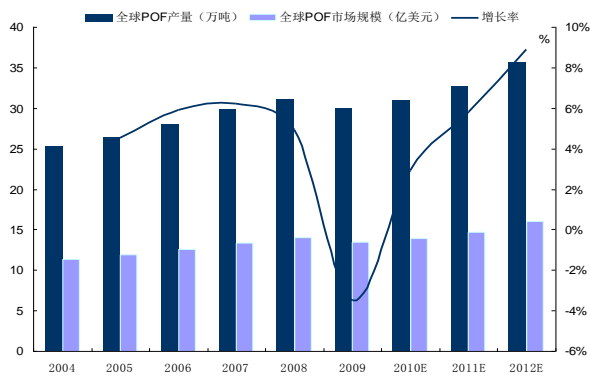
资料来源: 招股说明书, 国信证券经纪研究所

POF 热收缩膜: 插上消费的翅膀

相比 PE、PVC、PP 等其他热收缩膜产品, POF 热收缩膜具有拉伸断裂强度大、密度小、收缩率高、光泽度好、不易老化、开口性好等特点, 伴随着下游应用领域的不断拓展, 现已成为热收缩膜市场的主流。

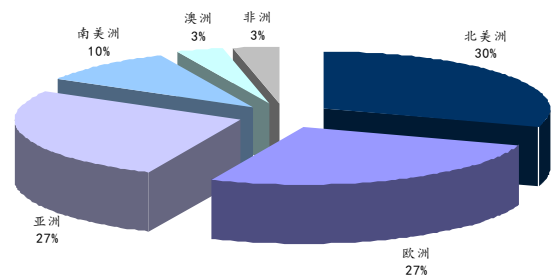
在诸多的热收缩膜中, POF 热收缩膜, 尤其是 POF 热收缩膜的高端产品--POF 交联膜具有成本和环保优势, 其环保性主要体现在生产过程无毒、单位面积原料消耗少等方面, 有望迅速替代重型包装市场的 PE 包装膜和环保性差的 PVC 包装膜。

图 4: 全球 POF 热收缩膜市场规模预测走势图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 5: 2009 年全球 POF 热收缩膜应用市场结构



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

2004 年-2008 年全球 POF 热收缩膜产值由 11.4 亿美元增长到 14.0 亿美元, 年均增长率 5.35%; 2009 年, 受金融危机影响, 市场需求受一定影响, 产值为 13.5 亿美元; 预计未来三年, 全球 POF 热收缩膜市场将保持 6.2% 的增速, 到 2012 年, 全球 POF 热收缩膜市场规模将达 16 亿美元, 产量将达 35.6 万吨; 2012-2020 年, 预计全球 POF 热收缩膜市场年均增长率为 5%-10%, 预计 2015 年市场规模达 18 亿美元、产量达 55 万吨。

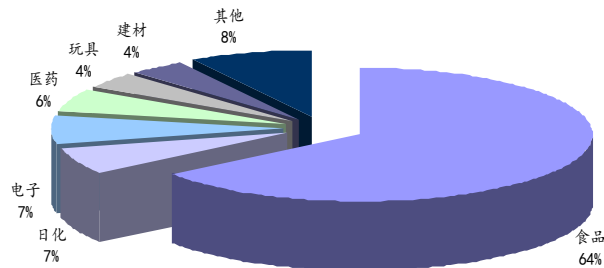
从 2009 年全球 POF 热收缩膜的市场结构来看, 主要集中在北美洲、欧洲和亚洲, 未来产能将逐步向亚洲转移, 亚太地区将超过北美和欧洲, 成为全球最大的 POF 热收缩膜需求市场。

随着我国“十二五”规划将扩大内需和消费升级作为下一步发展的重要方向之

一，将会为 POF 热收缩膜带来新的发展契机。如上述 POF 热收缩膜的产业链图介绍，其下游应用为消费行业，其中食品消费占比最大，约 64%，日化、电子、医药、玩具等分别占比 7%、7%、6%、4%。

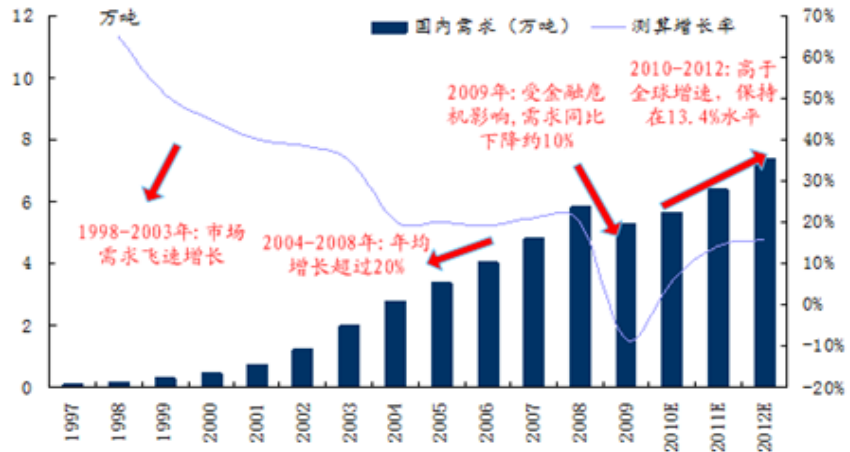
POF 热收缩膜现有应用领域处于高速发展阶段，其中食品行业年增长率在 20%以上，化妆品行业年增长率约 25%，洗涤行业年增长率约 10%，医药行业年增长率约 18.8%。未来在工艺品、文教用品等新领域应用潜力较大，包装机械化技术也将大力开拓 POF 热收缩膜的下游应用空间。

图 6: POF 热收缩膜下游应用情况



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

图 7: 国内 POF 热收缩膜市场需求预测示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

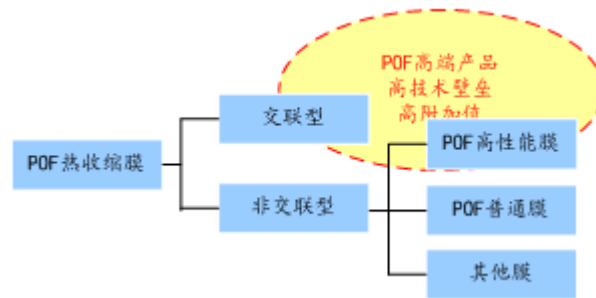
预计未来几年，国内需求增速高于全球增速，保持在 13.4%水平，截止 2012 年 POF 市场规模将达到 14.3 亿元；2015 年，市场规模将达 18 亿元，产量达 14 万吨；2020 年，市场规模将达 33 亿元，产量将达 23 万吨。

浙江众成：世界级 POF 热收缩膜龙头

屹立 POF 热收缩膜行业之巅

公司是国内外一流的 POF 热收缩膜制造商，主要从事功能型、环保型的 POF 热收缩膜的研发、生产和销售，产品通过 SGS 检测、其环保标准符合美国的 FDA 标准。主要产品包括非交联型膜—POF 普通型膜和 POF 高性能膜，以及 POF 交联型膜等，其中 POF 高性能膜和交联型膜为高技术壁垒、高附加值产品，公司在高端 POF 生产研究方面优势突出，现有的 3 大类 8 个系列产品中有 6 个系列的生产水平在国内无竞争对手。

图 8: POF 热收缩膜分类图



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

经过十多年的努力发展，公司具备雄厚的自主创新能力，在设备自制、工艺创新和新产品研发等方面取得了比较突出的成就，积累了 1500 多家高端客户群体，如康师傅、香飘飘、蒙牛、上海印钞有限公司、诺基亚、宜家等，国内市场占有率第一（2009 年市场份额为 12.01%）、全球市场占有率第二。

国外竞争对手实力较为雄厚，其中产能超过公司的只有美国的希悦尔其主要市场在美国，其余的厂商也基本覆盖本国市场。国内竞争对手实力较弱，产品集中于低端的非交联膜市场，高端的交联膜仅有公司独家生产销售。

表 8: 2008 年全球 POF 热收缩膜企业状况

排名	公司	POF 膜产量 (吨)	全球市场份额
1	希悦尔	约 60000	约 20%
2	公司	约 18000	约 6%
3	BOLLORE	约 12000	约 4%
4	BEMIS CLYSAR	约 10000	约 3%

资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

表 9: 国内 POF 热收缩膜企业状况

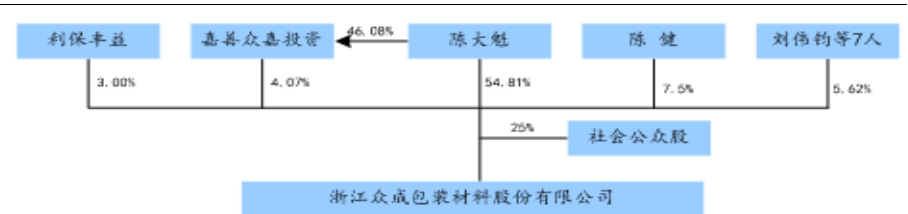
梯队	代表企业	主要特征
第一梯队	浙江众成	1、目前 POF 热收缩膜年产能 2.1 万吨，综合实力强； 2、有出口业务，国外市场集中在欧美和东南亚； 3、内销主要集中在全国范围内的大客户；
第二梯队	深圳聚银、义乌望江等	1、生产规模居中，约 0.3-1 万吨； 2、部分企业有少量出口； 3、POF 普通型产品销售为主。
第三梯队	徽山恒瑞等众多小企业和市场新进入者	1、受制于资本或需求限制，规模一般较小，年产量不足 3000 吨； 2、但已具备成熟的客户开发模式并正在扩大规模寻找国外客户。

资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

高管持股集中促公司稳定发展

本次发行前公司总股本为 8,000 万元，本次拟公开发行人 2,667 万股人民币普通股 (A 股)，本次发行数量占发行后总股本比例的 25.002%。发行前，公司董事长兼总经理陈大魁先生共持有公司 73.075% 股份，是公司实际控制人。本次发行后，董事长兼总经理陈大魁持股 54.805%，是公司实际控制人；第二位自然人股东为副总经理陈建，持股比例 7.500%，其和董事长陈大魁先生是父子关系。

图 9: 浙江众成发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

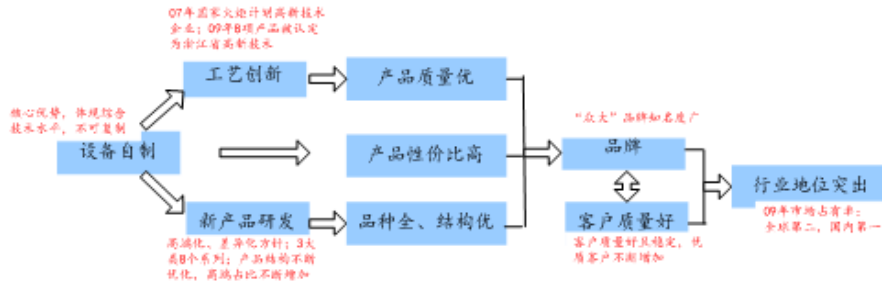
核心竞争力—自制“心脏”设备

公司核心竞争优势是设备和工艺的持续自主创新能力，以及由此衍生的新产品研发能力。我们认为设备自创是最为核心的竞争力，原因在于：这种自主创新具有独创性和不可复制性；最关键的，这种设备自创能力体现了公司的综合研发水平，是综合能力的体现。

该行业产品的生产水平和性能水平的高低关键取决于设备的好坏，目前公司 15 条聚烯烃热收缩膜生产线全部为自主研发、制造。公司自创设备的综合性能赶超国际最先进水平，成本节约 50%，推动各型产品毛利率提升。核心装置的高水平研发，以及和工艺创新、技术改进的紧密结合，这是公司产品高端、质量优、品种全、结构优、性价比高的重要基础，也是公司行业地位突出的根本原因。

报告期内，国内公司研发并自制了多条生产线及核心生产设备，其中聚烯烃热收缩膜生产线、电子束交联塑料管膜多管导向装置等十多项设备方面的研发成果获得了国家实用新型专利。

图 10: 公司核心竞争力图示



资料来源：国信证券经纪研究所

表 10: 公司获得专利情况

专利名称	专利号	专利申请日	专利获得日期	专利有效期
塑料筒膜	ZL02207050.8	2002/2/4	2003/5/28	10年
塑料管膜	ZL200320108206.3	2003/11/18	2005/2/16	10年
聚烯烃高收缩薄膜	ZL200320108214.8	2003/11/18	2005/1/12	10年
电子束交联塑料管膜多管导向装置	ZL200420090848.X	2004/9/30	2006/5/24	10年
聚烯烃热收缩膜生产线	ZL200820164236.9	2008/9/11	2009/6/17	10年
热收缩膜拉伸收卷机	ZL200820164237.3	2008/9/11	2009/8/26	10年
热收缩膜生产线的热风环	ZL200920115151.6	2009/3/11	2009/12/16	10年
热收缩膜生产线的烘炉	ZL200920115152.0	2009/3/11	2009/12/16	10年
热收缩膜生产线的联动挡辊装置	ZL200920115150.1	2009/3/11	2009/12/16	10年
热收缩膜生产线中的内冷装置	ZL200920115149.9	2009/3/11	2009/12/16	10年
热收缩膜母膜冷却水套	ZL200920115153.5	2009/3/11	2009/12/16	10年

资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

募投项目—产品升级带来新的发展机遇

提升产能

浙江众成现有 POF 产能约 2.3 万吨/年，未来两年产能瓶颈导致公司无法满足市场需求。浙江众成具备自主建设募投项目生产线的能力，下游需求的快速增长将逐步消化新增产能。

本次募集资金项目投产后，浙江众成 POF 热收缩膜的产能将增长 0.9 万吨/年至 3.2 万吨/年，产能规模扩张 39.1%，浙江众成产能扩张，尤其是高端产品的产能扩张，将推动公司经营规模进一步扩大、产品结构更加优化、业绩快速增长。预计新增产能将在 2013 年释放，届时盈利将会有重大突破。

表 11: 募投项目新增产能及盈利预测

项目名称	产品	新增产能 (万吨)	新增产能后 自有总产能 (万吨)	建设期 (年)	流动资金 (万元)	固定资产 (万元)	投资总额 (万元)	增加收入 (万元)	增加净利润 (万元)
新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目	POF 普通膜	0.45	2.025	3	3,500.00	17,633.50	21,133.50	21,150	4,384.64
	POF 交联膜	0.4	0.82						
	POF 高性能膜	0.05	0.155						
年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目	印刷膜	0.2	0.3	2	800.00	3,312.50	4,112.50	12,850	1,050.00
研发制造中心建设项目	—	—	—	1.5	200.00	3,980.00	4,180.00	—	—
合计	—	—	3.3	—	4,500.00	24,926.00	29,426.00	34,000	5,434.64

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

推进产业链延伸

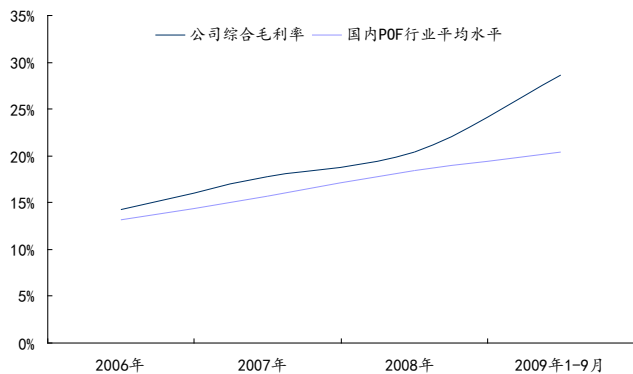
本次募投项目除了增加主营业务产能外, 还将增加印刷膜产能 0.2 万吨/年至 0.26 万吨/年, 将进一步推进产业链延伸, 进一步提升公司的市场控制力和综合竞争力, 从而促进未来业绩更快增长。

财务和盈利能力分析

盈利能力领先行业平均水平

与国内 POF 同行业比较, 公司的盈利能力水平远远超越国内同行业平均水平, 2009 年 1-9 月份, 国内同行业综合毛利率为 20.41%, 而公司的综合毛利率为 28.61%, 高出近 8 个百分点。

图 11: 公司综合毛利率和国内 POF 行业平均水平比较图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

与国外同行龙头企业比较, 近年来美国上市公司希悦尔的综合毛利率水平一直稳定在较高水平, 其中 2009 年为 28.72%。而浙江众成通过持续技术改进, 从而不断提升盈利水平, 2009 年的综合毛利率为 32.11%, 略高于美国希悦尔公司。

与可比上市公司比较, 由于公司为国内第一家 POF 上市企业, 暂无同业上市

公司，我们选取几家塑料薄膜上市企业作为可比对象，从下图可以看出，浙江众成的毛利率、净利率、ROE 均远远高于同业平均水平。

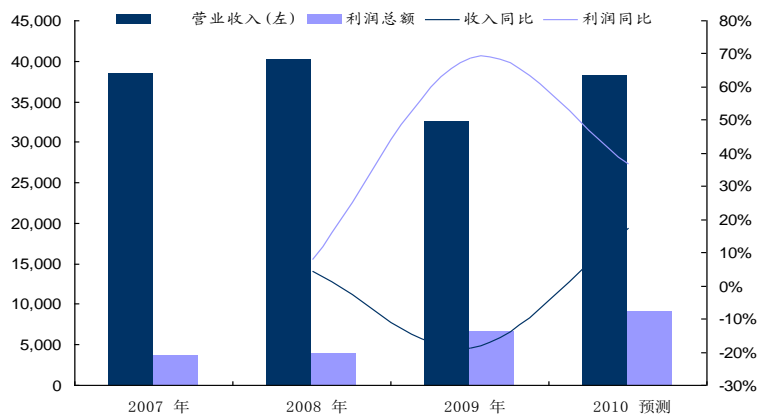
表 12: 浙江众成盈利能力同业对比

毛利率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	10.26%	9.90%	6.77%	9.37%
佛塑股份	7.86%	4.58%	11.37%	14.51%
大东南	10.86%	10.76%	15.11%	13.79%
康得新	21.73%	23.23%	24.69%	27.57%
中达股份	11.73%	9.24%	6.61%	5.27%
平均值	12.49%	11.54%	12.91%	14.10%
浙江众成	17.72%	20.42%	32.11%	33.57%
净利率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	1.93%	0.26%	-10.34%	5.39%
佛塑股份	0.76%	-4.51%	1.02%	5.18%
大东南	3.99%	4.31%	6.11%	6.36%
康得新	10.44%	11.13%	12.70%	13.94%
中达股份	-8.71%	0.18%	-14.75%	-8.68%
平均值	1.68%	2.27%	-1.05%	4.44%
浙江众成	4.04%	7.22%	15.05%	15.15%
ROE	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	2.27%	0.44%	-13.46%	4%
佛塑股份	0.90%	-15.81%	0.55%	4.66%
大东南	12.74%	9.69%	6.85%	4.70%
康得新	12.44%	17.77%	19.51%	
中达股份	-15.91%	2.58%	-31.86%	-11.20%
平均值	2.49%	2.93%	-3.68%	0.54%
浙江众成	20.24%	29.30%	35.55%	15.57%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

从公司收入和利润比较图可以看出，2007 年-2009 年利润走势呈上升趋势，2009 年受金融危机影响营业收入有所下降，但利润却大幅增加，主要原因就在于公司毛利率不断提升。

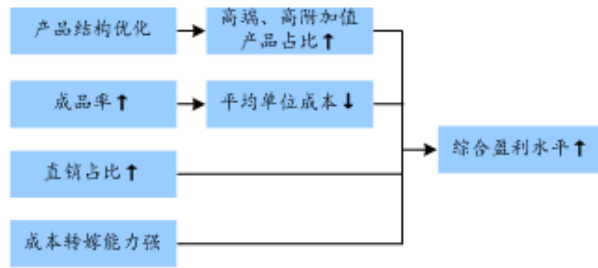
图 12: 公司收入和利润走势图 单位: 万元



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

我们认为,促使公司综合毛利率水平高于行业水平、并不断提升的主要原因是:产品结构优化、成品率提升、直销占比提升、成本转嫁能力强。

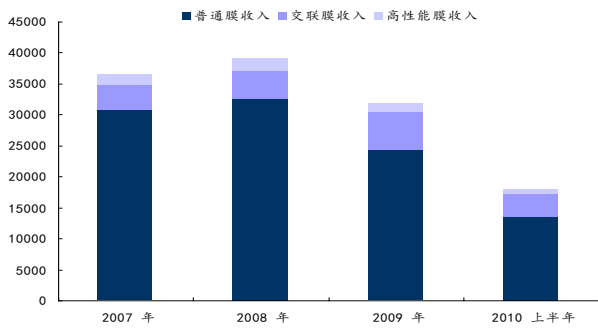
图 13: 公司的盈利能力分析图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

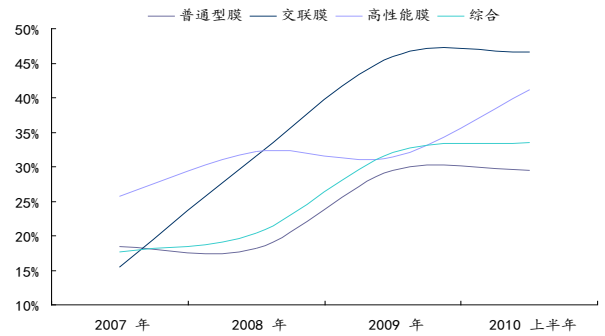
产品结构优化。公司持续自主创新, 坚持走高端路线, 不断调整高端、高附加值产品的占比, 优化产品结构, 进而提升了综合盈利水平。2010 年上半年, 交联膜、高性能膜等高端产品的销售收入占比达到 25.06%, 较 2009 年增长了 11.03%, 高端产品为公司利润增量的主要品种, 毛利率贡献逐年上升, 2010 年上半年两者合计为公司贡献了 34.13% 的主营业务毛利。未来两年, 在现有产能的基础上, 伴随着产品结构优化的持续进行, 公司毛利率有望同步提升。

图 14: 主营业务销售收入构成 单位: 万吨



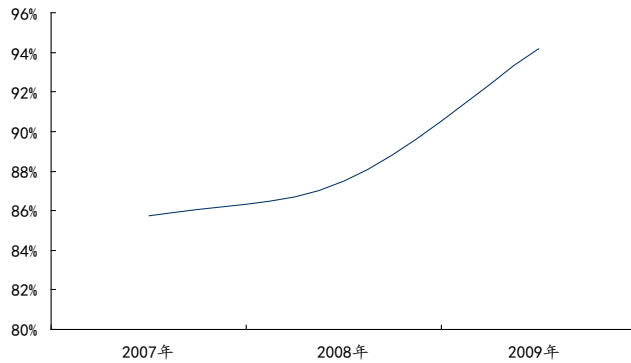
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 15: 主营业务毛利率走势图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 16: 综合成品率走势图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

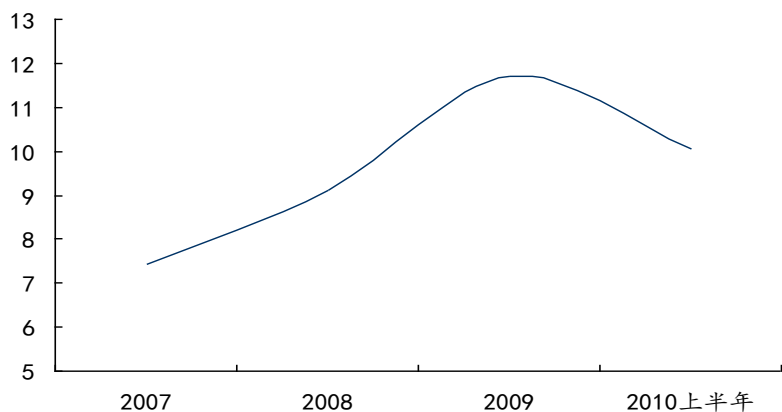
成品率提升。通过对核心设备和工艺的持续研发, 提高了产品的成品率, 进而

降低了平均单位成本，最终导致综合盈利水平的提升。公司持续的技术改进是成品率不断提高的根本原因，2009年，综合成品率高达94.19%，其中，POF普通膜成品率同比增长5.33%，高端的POF交联膜成品率达82.44%；2010年POF高端膜成品率进一步提升至84.65%，随着技改的不断深入，未来有望上升至90%以上。相比之下，国内其他同行产品的成品率在80%以下。

直销占比提升。公司的销售模式是外销为主、内销为辅、经销、直销相结合的模式，外销主要通过国外大型经销方式，内销主要是针对中小型客户的经销和针对高端客户的直销。直销占比不断提升将成为未来公司盈利提升的主要途径之一，原因在于：直销的毛利率相比经销要高，公司直销收入的增加将导致综合毛利率的提高，2009年，在公司主营业务同比下降的背景下，直销收入的增加克服了金融危机的负面影响，2009年直销收入同比增幅为2.1%。预计未来国内直销占比将由现在的65%上升到90%左右。

转嫁成本能力非常强。这也是公司盈利水平稳步上升的重要原因。公司采用原料均为国外进口原油化工产品，原料的价格随原油价格的波动而波动。由于公司作为国内行业龙头企业，其成本转嫁能力非常强，原材料价格上涨之后，公司一般的成本响应时间为1-2个月，所以基本保证收入和成本的“剪刀差”稳中有升。成本转嫁能力的根本原因在于其产品性能好、品牌好、客户信誉度好，另外，议价能力比较强也是其中一个原因。

图 17: 单位收入和成本年均差额走势图 单位: 元/千克



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

成长性领先同业平均水平

从浙江众成成长性同业对比图可看出，浙江众成的营业收入增长率略低于行业平均水平，但净利润增长率却远高于行业均值，表明浙江众成具有良好的成长性。

表 13: 浙江众成成长性同业对比

营业收入增长率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	13.99%	14.75%	-26.57%	20.67%
佛塑股份	6.18%	-7.33%	-14.03%	-2.14%
大东南	14.18%	-17.76%	-18.28%	32.13%
康得新		58.40%	40.33%	66.53%
中达股份	-28.04%	10.01%	-10.92%	16.31%
平均值	1.58%	11.61%	-5.89%	26.70%
浙江众成		4.60%	-18.89%	

净利润增长率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	27.65%	-79.56%	-2982.77%	215.17%
佛塑股份	113.13%	-1726.89%	103.21%	303.98%
大东南	118.60%	-13.33%	7.55%	47.93%
康得新		68.83%	60.10%	150.40%
中达股份	-1199.41%	115.55%	-1139.49%	-20.25%
平均值(剔除坏值)	86.46%	22.87%	56.95%	139.44%
浙江众成		86.74%	69.16%	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

偿债能力逐步提升

从浙江众成偿债能力同业对比图可以看出,报告期内,公司的资产负债率较同业平均水平略高,但呈逐年下降趋势,2010年上半年公司资产负债率低于均值10个百分点,若募集资金到位,公司资产负债率降显著下降;受固定资产增加的影响,流动比率和速动比率有所下降,但随着固定资产投资逐年产生效益,公司流动比率和速动比率已得到逐步改善。若后期公司拓宽融资渠道,通过股权融资的方式补充大量资金,则短期偿债能力将得到进一步提升。

表 14: 浙江众成偿债能力同业对比

资产负债率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	43.80%	42.39%	37.58%	38.74%
佛塑股份	65.87%	66.99%	66.21%	65.56%
大东南	69.31%	45.54%	54.00%	37.54%
康得新	40.91%	56.95%	51.15%	49.59%
中达股份	75.73%	69.27%	74.62%	76.51%
平均值	59.12%	56.23%	56.71%	53.59%
浙江众成	67.14%	59.22%	58.18%	42.30%
流动比率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	0.761	0.7162	0.8775	1.1537
佛塑股份	0.7094	0.6256	0.667	0.6973
大东南	0.4928	0.7043	0.5789	1.3378
康得新	1.0048	0.96	1.1766	1.2992
中达股份	0.4946	1.2995	2.2249	2.2607
平均值	0.69252	0.86112	1.10498	1.34974
浙江众成	0.6586	0.6441	0.9453	1.0648
速动比率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	0.6279	0.559	0.6232	0.8788
佛塑股份	0.5074	0.4755	0.4654	0.4053
大东南	0.3308	0.4606	0.2999	0.9524
康得新	0.8134	0.809	1.0236	1.0663
中达股份	0.2198	1	1.5649	1.4977
平均值	0.49986	0.66082	0.7954	0.9601
浙江众成	0.335	0.2711	0.7352	0.5063

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

经营效率良好

从浙江众成经营效率同业对比图可以看出,公司的应收帐款周转天数较同业平均水平少,表明应收状况资金周转率较快,显示良好的应收帐款管理能力;而存货周转天数较同业平均水平多,主要原因是公司主要原材料80%以上需要国外进口,为了保证采购和生产的稳定进行,一般会提前1-2月备货,导致公司存货周转率比原材料主要来自国内采购的普通塑料薄膜类企业低。

表 15: 浙江众成经营效率同业对比图

应收账款周转天数	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	46.90	37.15	50.38	47.50
佛塑股份	29.45	32.61	34.14	33.19
大东南	13.21	18.71	33.69	38.97
康得新	47.68	30.03	27.33	36.21
中达股份	46.57	24.61	24.44	26.53
平均值	36.76	28.62	34.00	36.48
浙江众成	29.80	23.93	29.09	32.07
存货周转天数	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	31.97	24.28	35.74	39.53
佛塑股份	44.06	41.10	50.27	75.13
大东南	41.40	50.28	83.30	95.00
康得新	54.95	42.45	41.46	51.86
中达股份	168.22	102.89	32.44	36.59
平均值	68.12	52.20	48.64	59.62
浙江众成	63.60	66.02	88.60	83.74

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

费用率水平保持稳定

报告期间, 公司的期间费用率稳定保持在 8%-12% 左右, 公司期间费用率增长与营业收入增长保持同步, 主要原因是来自公司对费用的有效控制。

表 16: 浙江众成费用率同业对比图

销售费用率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	2.35%	2.77%	3.53%	2.75%
佛塑股份	1.39%	1.67%	1.86%	1.91%
大东南	0.44%	0.58%	1.07%	0.54%
康得新	3.07%	3.64%	2.78%	3.50%
中达股份	3.17%	2.45%	2.22%	2.26%
平均值	2.08%	2.22%	2.29%	2.19%
浙江众成	4.47%	4.67%	3.70%	3.80%
管理费用率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	2.88%	3.32%	4.37%	3.39%
佛塑股份	3.43%	4.03%	5.80%	5.47%
大东南	1.36%	1.88%	2.82%	1.82%
康得新	3.13%	3.07%	4.18%	3.85%
中达股份	4.52%	4.36%	4.11%	4.99%
平均值	3.06%	3.33%	4.26%	3.90%
浙江众成	3.43%	4.09%	5.97%	6.78%
财务费用率	2007	2008	2009	2010 上半年
国风塑业	4.00%	3.42%	2.51%	1.32%
佛塑股份	2.52%	3.48%	3.30%	3.14%
大东南	3.62%	5.14%	5.16%	4.18%
康得新	4.64%	3.71%	3.27%	3.44%
中达股份	9.73%	9.62%	7.17%	5.69%
平均值	4.90%	5.08%	4.28%	3.55%
浙江众成	0.80%	1.32%	1.44%	1.80%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

盈利预测：10-12 年 EPS 为 0.66、0.97、1.17 元

根据公司现有生产经营情况 2011 年-2012 年公司 will 依据自身研发优势，进一步改善工艺、提高成品率、提高附加值较高产品的占比，进一步提升公司盈利能力；销售方面，通过扩大毛利率较高的直销占比，从而提高综合盈利能力。

根据公司公布的募投项目计划，浙江众成募投项目大幅增加公司产能，募投项目建成后 POF 热收缩膜年产能将由目前的 2.3 万吨增加到 2013 年的 3.2 万吨，印刷膜年产能也将增 0.2 万吨至 0.26 万吨。预计未来三年我国 POF 热收缩膜市场需求年增速水平保持在 13.4%，较快的下游市场需求将逐渐消化释放的产能。

我们预计公司 10-12 年的营业收入增长率为 17.25%、18.14%、16.21%，综合毛利率分别为 35.04%、36.53%、38.04%，归属于母公司所有者净利润增长率为 43.4%、46.9%、21.2%，未来三年净利润预期复合增长率约为 36.68%，预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.66、0.97、1.17 元。

表 17：浙江众分业务收入、毛利预测

POF 普通型膜	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	16400.00	16000.00	16000.00	16000.00
销售量 (吨)	13284.41	15020.00	15600.00	15600.00
销售价格 (元/千克)	18.38	18.70	19.25	19.50
生产成本 (元/千克)	12.97	12.78	13.10	13.35
营业收入 (万元)	24416.75	28087.40	30030.00	30420.00
营业成本 (万元)	17229.88	19195.56	20436.00	20826.00
毛利率 (%)	29.43%	31.66%	31.95%	31.54%
POF 交联膜	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	2500.00	3500.00	6000.00	6000.00
销售量 (吨)	2268.32	2920.00	4000.00	5800.00
销售价格 (元/千克)	26.07	26.32	27.50	28.61
生产成本 (元/千克)	14.09	14.00	14.35	14.72
营业收入 (万元)	5913.51	7685.44	11000.00	16593.80
营业成本 (万元)	3196.06	4088.00	5740.00	8537.60
毛利率 (%)	45.95%	46.63%	47.82%	48.55%
POF 高性能膜	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
销售量 (吨)	519.99	640.00	800.00	900.00
销售价格 (元/千克)	27.62	26.73	27.45	27.50
生产成本 (元/千克)	18.95	16.59	16.00	15.80
营业收入 (万元)	1436.21	1710.72	2196.00	2475.00
营业成本 (万元)	985.38	1061.76	1280.00	1422.00
毛利率 (%)	31.39%	37.93%	41.71%	42.55%
其他膜	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	100.00	300.00	700.00	1000.00
销售量 (吨)	19.28	200.00	600.00	900.00

销售价格 (元/千克)	30.51	28.25	29.10	31.05
生产成本 (元/千克)	19.50	17.30	17.68	17.60
营业收入 (万元)	58.82	565.00	1746.00	2794.50
营业成本 (万元)	37.60	346.00	1060.80	1584.00
毛利率 (%)	36.09%	38.76%	39.24%	43.32%
其他 (边角料等)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	732.28	125.00	125.00	125.00
营业成本 (万元)	656.21	105.00	105.00	105.00
毛利率 (%)	10.39%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	2009	2010E	2011E	2012E
收入 (万元)	32557.57	38173.56	45097.00	52408.30
收入增长率 (%)	-18.90%	17.25%	18.14%	16.21%
成本 (万元)	22105.13	24796.32	28621.80	32474.60
综合毛利率 (%)	32.10%	35.04%	36.53%	38.04%

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心假设的主要风险

原料价格大幅波动的风险

公司生产经营所需的主要原材料为 LLDPE (线性低密度聚乙烯) 和共聚 PP (共聚聚丙烯)，作为原油下游产品，原材料价格和国际原油保持高度的相关性，原材料价格会随原油价格的波动而波动，不利于公司的成本控制。

产品结构单一的风险

公司目前的主导产品是 POF 热收缩膜，报告期内，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材料之一，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，公司存在产品结构单一的风险。

募投产能延迟投产的风险

公司募投项目为自主建设生产线，其建设难度较大，面临一定技术风险，存在无法按计划时间投产的风险。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	132	844	782	779
应收款项	31	29	25	29
存货净额	47	51	55	56
其他流动资产	2	2	3	3
流动资产合计	213	927	865	867
固定资产	168	169	289	390
无形资产及其他	6	6	5	5
其他长期资产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	388	1102	1160	1263
短期借款及交易性金融负债	165	51	25	25
应付款项	45	19	18	20
其他流动负债	16	13	16	18
流动负债合计	226	84	59	64
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	226	84	59	64
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	162	1019	1101	1200
负债和股东权益总计	388	1102	1160	1263

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.61	0.66	0.97	1.17
每股红利	0.05	0.13	0.19	0.25
每股净资产	2.03	9.55	10.32	11.25
ROIC	19%	25%	30%	28%
ROE	30%	7%	9%	10%
毛利率	32%	35%	37%	38%
EBIT Margin	22%	25%	27%	29%
EBITDA Margin	27%	30%	32%	35%
收入增长	-19%	17%	18%	16%
净利润增长率	69%	43%	47%	21%
资产负债率	58%	8%	5%	5%
息率	0.2%	0.6%	0.9%	1.1%
P/E	49.0	45.5	31.0	25.6
P/B	14.8	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	30.4	28.9	22.7	18.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	326	382	451	524
营业成本	221	248	286	325
营业税金及附加	2	1	2	2
销售费用	12	13	15	17
管理费用	19	23	24	28
财务费用	5	4	(13)	(13)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	66	93	137	166
营业外净收支	(1)	1	1	1
利润总额	66	94	138	167
所得税费用	17	24	35	42
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	49	70	103	125

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	49	70	103	125
资产减值准备	(5)	3	0	0
折旧摊销	15	17	20	29
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	5	4	(13)	(13)
营运资本变动	26	(27)	1	0
其它	5	(3)	(0)	0
经营活动现金流	90	60	124	154
资本开支	(13)	(20)	(140)	(130)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(13)	(20)	(140)	(130)
权益性融资	0	800	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(14)	(20)	(27)
其它融资现金流	45	(114)	(26)	0
融资活动现金流	37	672	(46)	(27)
现金净变动	114	712	(62)	(3)
货币资金的期初余额	19	132	844	782
货币资金的期末余额	132	844	782	779
企业自由现金流	99	42	(26)	13
权益自由现金流	144	(75)	(42)	23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755-82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755-82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲珍	0755-82130646
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755-82150533		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		严小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn