

评级：强烈推荐（首次）

基础化工

公司研究报告

第一创业研究所

分析师：巨国贤 S1080209110062

联系人：景殿英 S1080110110018

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

浙江众成（002522）

——交联技术打造中国 POF 热收缩膜霸主

交易数据

当前股价（元）	38.30
总市值（百万元）	4,085.46
流通股本（百万股）	21.37
流通股比率（%）	20.0%

摘要：

- **中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业** 浙江众成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，是中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业，年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，全球市场占有率为 5.36%。
- **规模、技术、成本等综合优势打造公司核心竞争力** 公司是中国最大的 POF 热收缩膜生产企业，拥有 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列产品，是全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一，拥有超过 1500 家优质客户，规模优势明显。公司通过设备的自主研发及电子交联技术、膜卷劈边技术、热辊预定型技术、三泡法热收膜生产技术等行业领先的技术，在产品成品率、产品质量、毛利水平、定价能力等方面都具有业内领先的优势。
- **交联 POF 热收缩膜技术国内垄断，市场空间巨大** 交联 POF 热收缩膜技术具有很强的技术门槛，目前国内没有竞争对手，国际上仅四家企业具有相关技术，公司在国内企业中具有绝对垄断优势，在国际上具有很强的竞争优势。相比美国交联膜的使用量达到总体 POF 热收缩膜用量的 70%，我国 5% 的用量占比具有极大发展空间。同时，交联 POF 热收缩膜对 PE 热收缩膜和纸制包装具有很强的替代竞争力，潜在市场空间是目前市场容量的数倍。
- **产品结构升级是近期业绩主要增长点，产能释放为长期业绩增长提供保证** 随着公司交联 POF 热收缩膜成品率从 07 年的 58.12% 提升到目前的 84.65%，及 10 年上半年投产的两台印刷机，预计公司从 10 年起将进入产品结构升级的黄金时代，高端产品将大幅提升公司的综合毛利率，促进公司业绩增长。公司计划 12 年投产的 2000 吨印刷膜生产线和 13 年投产的 9000 吨热收缩膜生产线将为其业绩的持续增长提供保证。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元和 1.34 元，对应的动态市盈率为 60 倍、40 倍和 29 倍。鉴于公司的行业龙头地位、高技术门槛、巨大的潜在市场及长期持续高增长率，给予公司“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、公司简介：全球领先的 POF 热收缩膜制造商	3
1.1、中国第一、全球第二	3
1.2、公司股权结构及沿革	4
2、POF 热收缩膜需求持续增长	5
2.1、全球塑料包装市场不断增长，中国增长最快	5
2.2、POF 热收缩膜市场增长—全球 7.4%，中国 15.1%	5
2.3、食品消费增长超 20%，带动 POF 热收缩膜需求	6
2.4、替代 PVC，市场空间增长 38%	7
3、公司综合优势，打造非交联 POF 热收缩膜竞争力	8
3.1、全球 POF 热收缩膜领军企业，规模优势明显	8
3.2、技术优势，提升盈利能力	9
3.3、强势的定价能力	10
4、交联技术带来产品结构华丽升级	11
4.1、十年磨一剑，霜刃今初试	11
4.2、产品结构华丽升级	12
4.3、替代性优势创造巨大市场空间	13
4.4、高性能膜—业绩增长的第二把剑	13
4.5、产能扩增—持续增长的保证	13
5、盈利预测、估值及投资建议	14
5.1、盈利预测	14
5.2、投资建议：强烈推荐	14




1、公司简介：全球领先的 POF 热收缩膜制造商

1.1、中国第一、全球第二

浙江众成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，是中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业，年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，全球市场占有率为 5.36%，仅次于美国希悦尔公司。

POF 热收缩膜全称多层共挤聚烯烃热收缩膜，属于功能性包装薄膜，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、五金工具等产品的外包装，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。

图 1 POF 热收缩膜部分应用产品图例

食品、饮料		日化、文教用品	
			
图书、音像产品		各类轻小型产品的集合性包装	
			

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

公司目前拥有 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜等 3 大类 8 大系列产品，销往康师傅、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 1500 家优质客户。



表 1 公司主要产品及用途

产品分类	企业内部编号	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	ZDF-01/ ZDF-02	透明度高, 抗撕裂性好, 适用于食品、饮料、日用品、文具用品、电子产品的外包装或集体包装	方便面、奶茶等产品的外包装
POF 交联热收缩膜	ZDF-03/ ZDF-04/ ZDF-08	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	ZDF-05/ ZDF-06	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、光盘等产品的外包装
其他	ZDF-07/ 其他新产品	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、日用品等产品的外包装

资料来源: 公司招股意向书、第一创业研究所

1.2、公司股权结构及沿革

浙江众成包装材料有限公司成立于 2001 年 10 月, 2008 年 10 月 30 日整体变更成为浙江众成包装材料股份有限公司。公司为自然人控股, 控股股东及实际控制人陈大魁先生直接持有公司 54.81% 的股份, 并通过嘉善众嘉投资有限公司 (陈大魁先生持股比例为 46.083%) 控制公司 1.88% 的股份。第二大股东陈健先生持有公司 7.50% 的股份, 与陈大魁先生为父子关系, 在公司任副总经理。



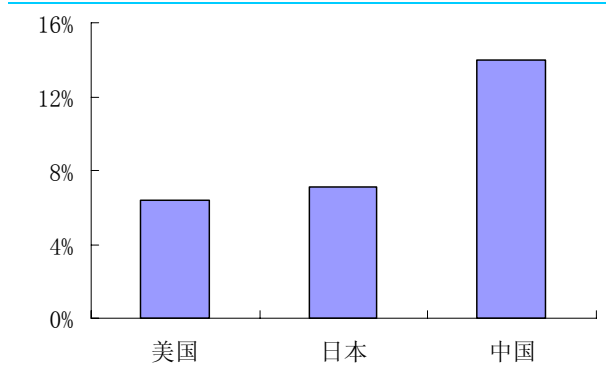
2、POF 热收缩膜需求持续增长

2.1、全球塑料包装市场不断增长，中国增长最快

包装行业包括纸制品包装、塑料包装、金属容器包装、玻璃容器包装、包装印刷、其他包装等六大子行业，当前，全球包装材料及容器的消费市场规模达 8000 亿美元，欧、美、日约占全球需求量的 70%，而亚洲（特别是东亚）是包装需求增长最快的区域。

近年来，随着各国对节能减排的日益重视，软包装在节省包装成本与运输成本，减少能源消耗等方面的优势日渐凸显，全球消费市场的包装形式逐渐由硬包装向软包装转变。2010 年塑料包装有望超越纸包装，成为包装领域用量最大、用途最广的包装材料。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。

图 2 主要包装市场塑料包装增长率



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

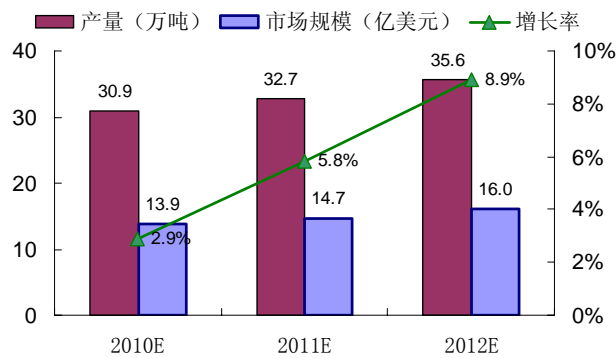
2.2、POF 热收缩膜市场增长—全球 7.4%，中国 15.1%

热收缩膜俗称收缩薄膜，是一种受热后能发生大幅度收缩而紧裹物品，并能长期保持其形状的薄膜。目前市场上常见的热收缩膜有 PE 热收缩膜、PVC 热收缩膜、PP 热收缩膜、POF 热收缩膜、PVDC 热收缩膜、OPS 热收缩膜、PET 热收缩膜等，其中，OPS、PET 等材料制成的热收缩膜主要用于产品标签，PE、PVC、PP、POF、PVDC 等材料单层或多层共挤制成的热收缩膜大都用于各种产品的外包装。由于良好的透明、保洁、防窃、使用方便等特点，热收缩膜成为小件商品、自动包装、集合包装等领域广泛使用的包装材料。

相比 PE、PVC、PP 等其他热收缩膜，POF 热收缩膜具有密度小、热收缩率高、透明度高、光泽性好、柔韧性好、厚度均匀、质地平滑等优点，已成为热收缩膜发展的主流方向。据预测，未来两年全球 POF 热收缩膜产量将增长到 35.6 万吨，市场规模达到 16.0 亿美元，年均增长率为 7.4%。而我国 POF 热收缩膜需求量将增长到 7.4 万吨，市场规模达到 14.3 亿元，年均增长率达到 15.1%。

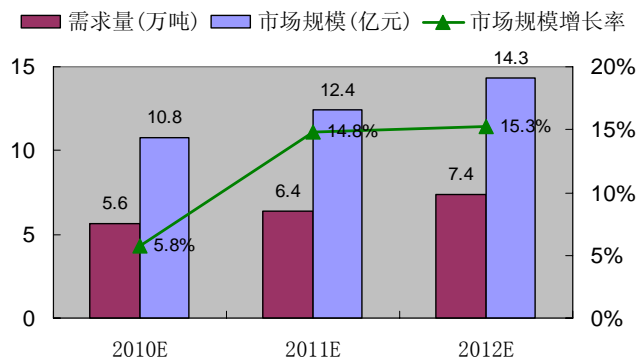


图 3 全球 POF 热收缩膜产量及市场规模预测



数据来源：中国塑料加工工业协会、第一创业研究所

图 4 我国 POF 热收缩膜需求量及市场规模预测



数据来源：中国塑料加工工业协会、第一创业研究所

2.3、食品消费增长超 20%，带动 POF 热收缩膜需求

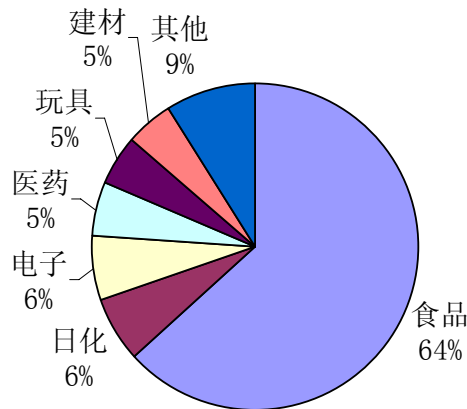
受益消费升级。以食品、饮料、药品、日用品等为代表的终端消费品是目前应用 POF 热收缩膜包装材料的主要产品。受益于中国经济持续快速的发展所带来的消费升级，大批购买力较强的中高消费阶层人数开始迅速增加，居民整体的消费水平和消费意愿得到了大幅度提升，并对消费产品的美观、安全等方面有更高的要求。由于 POF 热收缩膜用于消费品包装的良好外观效果及相比于其他包装材料的环保特征，将受益于我国居民生活水平提高下的消费升级。

下游需求增长。近年来社会消费品零售总额长期保持高位运行，并随着居民财富效应的逐渐显现，呈现出进一步增长的趋势。近十年来，我国的食品工业一直保持 20% 以上的年增长速度，化妆品行业保持年均 25% 左右的增速，洗涤用品工业保持年均 10% 左右的增速，医药工业保持年均 18.8% 的增速。上述终端消费品市场的持续景气，带动了上游包装材料行业的发展，使得 POF 热收缩膜包装材料的需求增长迅速，带来了行业内企业景气度的



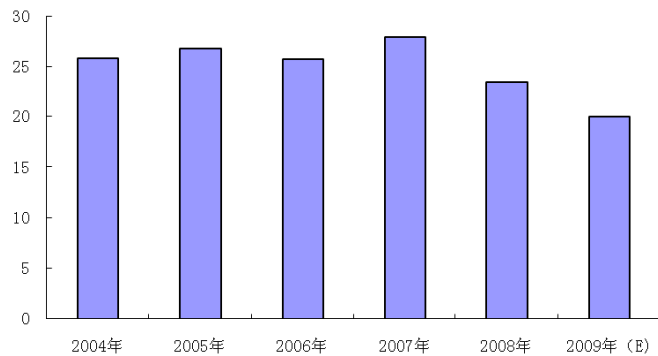
大幅度提升。作为 POF 热收缩最主要的食品领域，2010 年我国食品消费预计将较 2009 年实现 23% 的同比增长，食品工业总产值预计达 6 万亿。

图 5 热收缩膜应用领域分布



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

图 6 中国食品工业增长率 (%)



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

2.4、替代 PVC，市场空间增长 38%

PVC 热收缩膜有毒性，加工会产生臭味和有毒气体，因此 PVC 材料的安全性一直是人们关注的问题。1992 年欧洲出台了禁止使用 PVC 作为食品包装材料的规定，2000 年，根据世界包装组织理事会的公告，日本、新加坡、韩国和欧洲各国已全面禁止 PVC 作为包装材料，我国虽然没有明确的法律法规禁止或者限制有毒包装材料的使用，但是受国外市场的引导和调控，国内很多企业已经停止有毒塑料软包装材料的使用，转而使用高档的环保型塑料软包装材料。因此，未来一段时间，尤其是食品和医药包装领域，PVC 热收缩膜将基本被 POF 热收缩膜所取代。

目前，我国 PVC 热收缩膜和 POF 热收缩膜市场容量分别为 2 万吨和 5.3 万吨，如果 PVC 热收缩膜全部被 POF 热收缩膜所替代，将从理论上增加 POF 热收缩膜 38% 左右的市场空间！



表 2 我国主要热收缩包装薄膜市场结构

类型	市场容量 (万吨)	市场规模 (亿元)
PE 热收缩膜	20.0	28.0
POF 热收缩膜	5.3	10.2
PVC 热收缩膜	2.0	2.4
PVDC 热收缩膜	0.1	1.2
合计	27.4	41.8

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

3、公司综合优势，打造非交联 POF 热收缩膜竞争力

POF 热收缩膜按结构特性可以分为 POF 交联膜与 POF 非交联膜，POF 交联膜生产技术只有少数企业掌握，属于高附加值产品，产品利润率较高。POF 非交联膜生产技术比较成熟，竞争较激烈。作为全球领先的 POF 热收缩膜生产企业，公司凭借规模、成本、技术等多方面优势，建立了在 POF 非交联热收缩膜领域的优势地位。

3.1、全球 POF 热收缩膜领军企业，规模优势明显

公司行业地位突出，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。公司是中国第一、全球第二大 POF 热收缩薄膜生产企业，年生产能力 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，全球市场占有率为 5.36%，仅次于美国希悦尔公司。行业地位突出，规模优势明显。

表 3 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	浙江众成	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
第二梯队	深圳聚银、义乌望江等	生产规模居中，在 3000 吨到 1 万吨 部分企业有少量出口业务 客户比较稳定，POF 普通型膜产品销售为主
第三梯队	徽山恒瑞等众多小企业和 市场新进入者	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 3000 吨

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

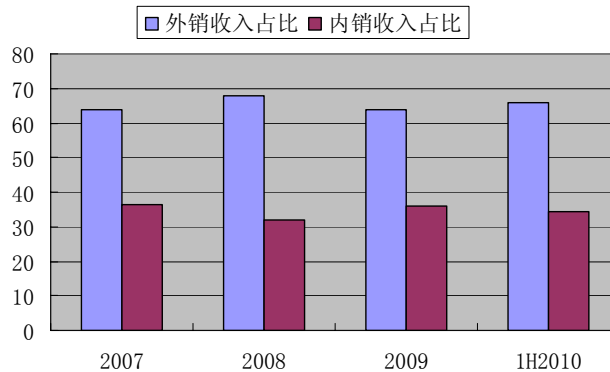
在欧美等高端市场的出口中具有绝对领先的竞争优势

公司目前拥有 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8



个系列产品，成为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一。由于国外下游客户通常会选择能提供所有所需产品的供货商，因此，在欧美等高端市场的出口中公司在国内企业中具有绝对领先的竞争优势。目前，公司收入占比中约 65% 为外销，35% 为内销。

图 7 公司内销和外销收入占比情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

拥有超过 1500 家优质客户

公司目前有超过 1500 家优质客户，并且以每年 10% 的速度在不断增加。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，这些企业信誉良好，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，上述行业领先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。预计公司 POF 热收缩膜销售量将以年均 15% 以上的速度增长，由于未来两年的产能限制，公司产品将处于供不应求的状态。

3.2、技术优势，提升盈利能力

设备自有技术，助航高性价比产品

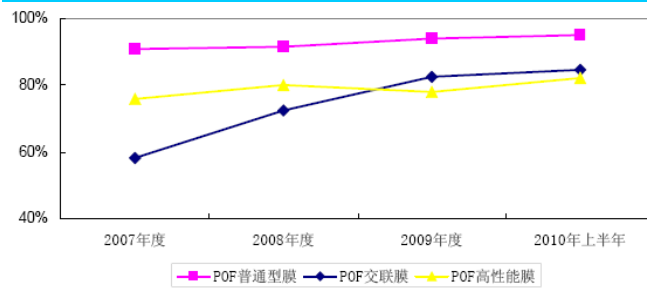
公司 15 条 POF 热收缩膜生产线全部为自主研发、制造，不仅大幅降低了设备采购成本（设备自制成本仅为购买成本的 50% 左右），更大幅提高了产品成品率和生产效率，降低了产品成本。目前，公司产品价格比美国希悦尔公司和法国 BOLLORÉ 公司的同类产品低 30% 左右，产品性价比优势明显。同时公司的自制设备可进行柔性生产，即可实现同一生产线上普通型膜、交联膜和高性能膜等多种类型产品的轮换生产，以满足客户的需要。

成品率提升带动毛利率增加

目前 POF 普通型膜生产技术已经比较成熟，除原材料之外，影响产品成本的主要因素是成品率控制水平。公司近年来通过对自制设备的改进和工艺的提升，不断提高产品的成品率。成品率的提升降低了单位成品原材料的消耗量、动力成本、人工成本等，提升了公司产品的毛利率。

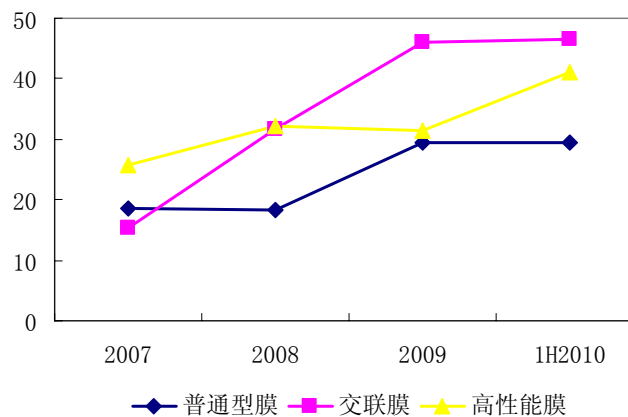


图 8 公司产品成品率变化



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

图 9 公司产品毛利率变化 (%)



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

多项关键技术确立领先优势

公司坚持“生产一代、开发一代、研究一代、人无我有、人有我优”的开发理念。通过自主研发的电子交联技术、膜卷劈边技术等技术提升了产品热封强度、收缩率、拉伸强度等技术指标，更利用自主研发的热辊预定型技术、三泡法热收膜生产技术解决了收缩率和收卷张力等行业难题。公司掌握的这些行业内先进技术及技术储备，将确保公司始终处于业内竞争的优势地位。

3.3、强势的定价能力

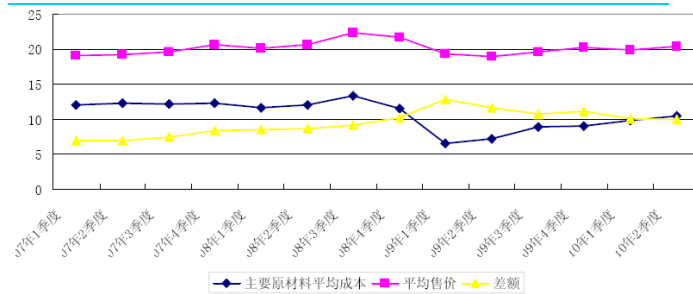
公司的主要原材料线性低密度聚乙烯和共聚聚丙烯价格与国际原油价格存在着高度的相关性，公司采购线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯的价格随国际原油价格波动而波动。然而，由于公司具有较强的议价能力，可在一至二个月内将原材料的成本压力向下游转移，以保证公司的盈利水平。

根据过往的经验，公司在原材料价格上升阶段，产品平均售价增幅基本能够覆盖原材料成本增幅；在原材料价格下降阶段，产品平均售价降幅小于



原材料成本降幅。公司产品平均售价与主要原材料平均成本的差额基本保持稳中有升的态势,显示出公司在综合优势的支撑下强势的定价能力及成本转移能力。

图 10 公司原材料成本、产品售价及两者差额



资料来源: 公司招股意向书、第一创业研究所

4、交联技术带来产品结构华丽升级

公司取得重大突破的交联 POF 热收缩膜生产技术全球仅四家企业可以生产, 国内处于垄断地位。

11 年和 12 年由交联 POF 热收缩膜等高附加值产品所带来的产品结构升级将是公司利润的主要增长点。

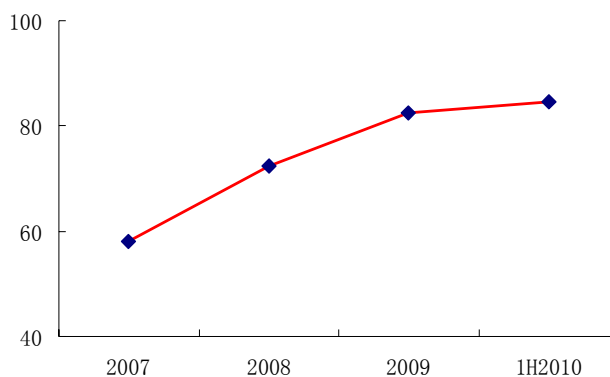
4.1、十年磨一剑, 霜刃今初试

交联型热收缩膜以线性低密度聚乙烯 (LLDPE) 为主要原料, 采用辐射交联技术, 通过双向拉伸工艺制得, 收缩率高, 热封强度好, 对包装机适用范围大, 广泛应用于大批量高速包装, 尤其是对包装环节有特殊要求的产品, 如彩票、钞票、电子产品等。此外, 交联膜的货架效应更好, 因此大量应用于需要展示销售的产品外包装。

作为欧美市场成熟的包装用薄膜材料, POF 热收缩膜在中国薄膜包装市场的大规模生产是近五年才逐渐开始的。公司的 POF 交联膜技术经过多年的研究, 技术逐渐成熟, 其成品率从 07 年的 58.12% 提升到目前的 84.65%, 使得公司多年攻关的交联 POF 热收缩膜具备了大规模扩产的可能。公司开发的交联 POF 热收缩膜技术具有很强的技术门槛, 目前国内没有竞争对手, 国际上仅四家企业具有相关技术, 公司在国内企业中具有绝对垄断优势, 在国际上具有很强的竞争优势。



图 11 公司 POF 交联膜成品率不断提高



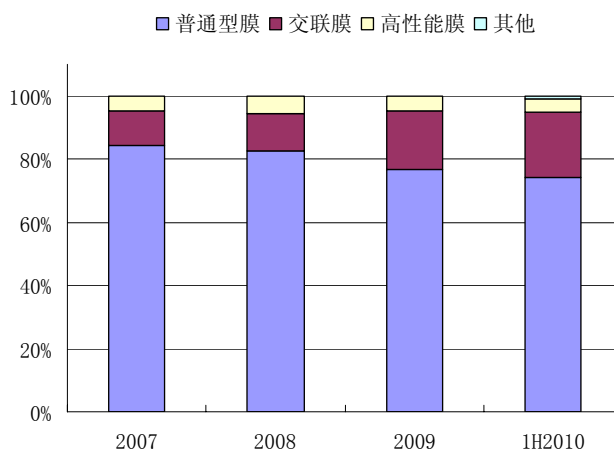
资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

4.2、产品结构华丽升级

目前，美国交联膜的使用量达到总体 POE 热收缩膜用量的 70%，而我国市场由于技术尚不成熟，国外 POE 交联热收缩膜价格又较高等限制，POE 交联热收缩膜的使用量仅占 POE 热收缩膜总体使用量的 5%。随着公司交联 POE 热收缩膜技术的不断成熟和完善，将使交联 POE 热收缩膜在国内市场逐步推广开来。

今年，公司 POE 交联膜产品销售收入占比逐年提升，主营业务收入占比由 2007 年的 10.37% 上升至 2010 上半年的 20.72%，由于公司交联膜成品率的大幅提升，预计公司将进入产品结构升级的黄金时期。同时，交联膜等高附加值产品成品率和占比的提升，使得公司综合毛利率也呈现出逐年上涨的趋势，09 年公司综合毛利率为 32.11%，远高于国内热收缩膜行业 20.41% 的综合毛利率，甚至高于美国希悦尔公司 28.72% 的综合毛利率。我们认为交联膜等高附加值产品将是公司在未来两年主要的利润增长点。

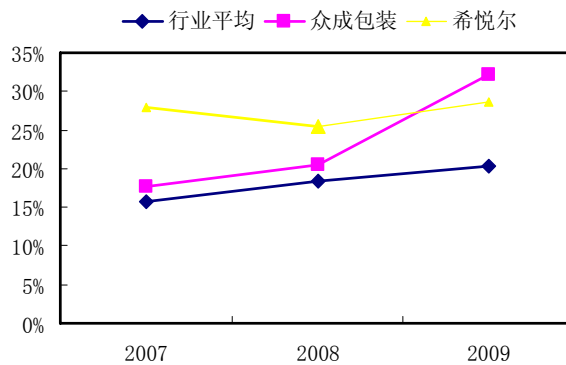
图 12 公司收入构成情况



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所



图 13 POF 热收缩膜企业综合毛利率比较



资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

4.3、替代性优势创造巨大市场空间

POF 热收缩膜采用电子束交联技术大大增强了其收缩性、机械性能、热封性能等多项特性，已经达到部分纸制包装、PE 热收缩膜包装的性能要求。经估算，为达到 60-100 微米厚 PE 热收缩膜的同样要求，POF 热收缩膜所需厚度仅为 30 微米，同时 POF 热收缩膜由于具有良好的货架效果，可以省去 PE 膜所常采用的印刷步骤，其综合成本可降低 30-50%，具有很强的替代潜力。同时，POF 热收缩膜性能更好，用量更低，符合低碳概念，是政策支持发展的方向。

目前我国 POF 热收缩膜的市场容量为 5.3 万吨，而 PE 热收缩膜包装的市场容量高达 20 万吨，如果考虑到纸制品的替代，其市场容量更是 POF 热收缩膜现有市场容量的数倍，替代市场空间非常巨大。目前，公司已经在部分食品龙头企业成功推广其交联 POF 热收缩膜来取代纸制包装和 PE 热收缩膜包装，这些公司包装材料的转换将为相关行业带来很强的示范效应。

4.4、高性能膜—业绩增长的第二把剑

除了交联 POF 热收缩膜，高性能膜的逐步开发和投产成为公司业绩增长的另一驱动力。目前，公司开发的高性能膜主要包括可用于柔性产品包装的**低收缩力膜**，可以有效防止普通热收缩膜在收缩后对产品的挤压；可用于巧克力等对温度敏感的**低温收缩膜**，可以在较低的温度下进行热收缩以达到包装的要求；以及高光性**印刷用收缩膜**，可以在包装前对热收缩膜进行印刷。

公司高性能薄膜目前处于小批量生产阶段，但却有着较高的毛利率和很强的发展潜力，是公司未来主要发展方向之一。公司在今年上半年已成功投产了凹版单色印刷机和柔版四色印刷机，将提升公司印刷用收缩膜的产销量，预计 10 年和 11 年公司将分别销售印刷膜 300 吨和 600 吨。

4.5、产能扩增—持续增长的保证

公司募投项目新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目将新建 6 条新型



3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线，预计 2010 年底开工，2013 年建成，2014 年达到设计产能的 80%，2015 年起 100% 达产。达产后每年将新增 9000 吨 POF 热收缩膜产能，其中，普通型膜新增产能 4500 吨，交联膜新增产能 4000 吨，高性能膜新增产能 500 吨。

目前幅宽 2.4 米以下的 POF 热收缩膜生产线占据多数，公司是全球少数几家具有开发 3.4 米生产线能力的企业之一。3.4 米生产线可有效降低边角损耗比例，而且能够生产最薄达到 7.5 微米的 POF 热收缩膜，大幅降低单位产出成本；同时通过宽度增加将能够实现产能提高 40%，通过转速增加实现产能提高 10%，从而大幅降低原料成本和动力成本。

公司另一募投项目年产 2000 吨印刷膜生产线将引进两条 8 色柔版印刷膜生产线，预计于 12 年投产，13 年达到设计产能的 60%，14 年起 100% 达产，将极大提升公司在高性能印刷膜领域的生产能力。

上述的募投项目将为公司业绩的长期持续增长提供可靠保证。

5、盈利预测、估值及投资建议

5.1、盈利预测

表 4 浙江众成盈利预测

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	40,141	32,559	37,516	44,597	51,210
同比 (%)	4.6%	-18.9%	15.2%	18.9%	14.8%
营业毛利	8,197	10,454	12,767	16,136	19,805
同比 (%)	20.5%	27.5%	22.1%	26.4%	22.7%
归属母公司净利润	2,896	4,900	6,825	10,270	14,262
同比 (%)	86.7%	69.2%	39.3%	50.5%	38.9%
总股本 (万股)	8,000.0	8,000.0	10,667.0	10,667.0	10,667.0
每股收益 (元)	0.36	0.61	0.64	0.96	1.34
ROE	25.6%	30.2%	6.6%	9.1%	11.2%
P/E (倍)	105.8	62.5	59.9	39.8	28.6

数据来源：第一创业研究所

5.2、投资建议：强烈推荐

投资建议：强烈推荐

公司是 POF 热收缩膜领导企业，具有规模、技术、成本等多方面优势，交联 POF 热收缩膜在国内处于垄断地位，由于极高的技术门槛预计未来几年都不会有竞争对手，同时交联 POF 热收缩膜对 PE 热收缩膜和纸制包装的替代竞争力使其潜在市场空间巨大，公司交联 POF 热收缩膜取代纸制包装和 PE 热收缩膜包装在下游龙头企业的成功推广，将为相关行业带来很强的示范效应，其市场空间具有爆发增长的可能。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元和 1.34 元，对应的动态市盈率为 60 倍、40 倍和 29 倍。鉴于公司的行业龙头地位、高技术门槛、巨大的潜在市场及长期持续高增长率，给予公司“强烈推荐”投



资评级。

风险提示：出口退税政策变动风险

公司外销收入占总收入 65%左右，出口退税率的调整对公司的出口收入不产生直接影响，但对公司盈利能力产生一定影响，提示投资者注意风险。



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	213.4	854.6	704.2	706.3	一、营业收入	325.6	375.2	446.0	512.1
货币资金	132.5	787.1	626.8	619.6	减: 营业成本	221.1	247.5	284.6	314.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.0	1.8	1.9	2.4
应收款项	31.0	26.8	31.2	35.9	销售费用	12.1	12.1	13.4	15.4
预付款项	2.4	1.5	1.5	1.7	管理费用	19.4	20.8	22.8	24.5
存货	47.4	37.4	42.8	47.3	财务费用	4.7	2.0	-12.9	-11.1
其他流动资产	0.1	1.8	1.8	1.8	资产减值损失	0.0	-0.2	0.1	0.1
非流动资产	174.7	298.7	481.4	624.1	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	157.5	154.8	137.3	119.8	二、营业利润	66.4	91.1	136.0	166.8
在建工程	10.4	106.6	306.8	467.1	加: 营业外收入	2.3	0.6	0.6	0.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	2.9	0.2	-0.3	-0.3
无形及递延性资产	5.7	36.2	36.2	36.2	三、利润总额	65.7	91.5	136.9	167.8
其它非流动资产	1.1	1.1	1.1	1.1	减: 所得税费用	16.8	23.3	34.2	25.2
资产总计	388.1	1,153.4	1,185.7	1,330.4	四、净利润	49.0	68.2	102.7	142.6
流动负债	225.8	98.9	51.5	53.6	归属母公司净利润	49.0	68.2	102.7	142.6
短期借款	165.3	51.1	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	44.8	36.1	39.7	43.7	五、总股本(百万股)	106.7	106.7	106.7	106.7
预收帐款	3.6	2.8	3.1	3.6	EPS (元)	0.46	0.64	0.96	1.34
其它流动负债	12.1	9.0	8.6	6.3					
非流动负债	0.0	23.8	0.8	0.8	主要财务比率				
长期借款	0.0	23.0	0.0	0.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.8	0.8	0.8	营业收入	-18.9%	15.2%	18.9%	14.8%
负债合计	225.8	122.7	52.3	54.4	营业毛利	27.5%	22.1%	26.4%	22.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	58.2%	30.7%	32.7%	26.4%
股本	80.0	106.7	106.7	106.7	母公司净利	69.2%	39.3%	50.5%	38.9%
资本公积与其它	28.5	801.9	801.9	801.9	获利能力				
留存收益	53.8	122.1	224.8	367.4	毛利率	32.1%	34.0%	36.2%	38.7%
股东权益合计	162.3	1,030.7	1,133.4	1,276.0	主业盈利/收入	21.8%	24.8%	27.6%	30.4%
负债和股东权益	388.1	1,153.4	1,185.7	1,330.4	ROS	15.0%	18.2%	23.0%	27.9%
					ROE	30.2%	6.6%	9.1%	11.2%
					ROIC	15.0%	6.2%	9.1%	11.2%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	58.2%	10.6%	4.4%	4.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	10.5	33.8	n/a	n/a
经营活动现金流	102.3	92.0	101.1	142.0	速动比率	0.73	8.25	12.81	12.26
净利润	49.0	68.2	102.7	142.6	经营现金净额/当期债务	0.62	1.80	n/a	n/a
折旧摊销	12.6	12.6	17.6	17.6	营运能力				
财务费用	3.6	2.0	-12.9	-11.1	总资产周转率	0.84	0.33	0.38	0.38
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	应收款天数	34.30	25.75	25.22	25.22
营运资金变动	33.8	3.1	-6.4	-7.2	存货天数	77.25	54.47	54.19	54.19
其它变动	3.3	5.9	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资活动现金流	-21.1	-145.4	-200.2	-160.2	主业盈利/股本	0.67	0.87	1.16	1.46
资本支出	-21.1	-146.2	-200.2	-160.2	每股经营现金流	0.96	0.86	0.95	1.33
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	1.52	9.66	10.63	11.96
其它变动	0.0	0.8	0.0	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	35.1	715.5	-61.2	11.1	P/E	83.26	59.86	39.78	28.65
债务融资	36.6	-90.3	-74.1	0.0	P/B	25.17	3.96	3.60	3.20
权益融资	0.0	800.1	0.0	0.0	P/S	12.55	10.89	9.16	7.98
其它变动	-1.5	5.7	12.9	11.1	EV/EBITDA	37.06	32.11	24.67	20.09
汇率变动影响	0.0	0.5	0.0	0.0					
现金净增加额	116.3	662.5	-160.3	-7.1					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120