

包装膜升级换代带来成长机会

——浙江众成（002522）调研简报

要点：

- 日前我们对浙江众成进行了调研，与公司董秘、证代就公司和行业的情况进行了交流。
- 公司现有 POF 热缩膜产能 2.1 万吨，是全球第二大企业。（第一名美国希悦尔约 6 万吨产能）国内第二大的企业产能也只有公司的约 1/3 左右，差距明显。公司募投项目是 9000 吨新型 3.4 米热缩膜项目和 2000 吨印刷膜生产线项目。建成后进一步扩大公司领先优势。
- POF 热缩膜可以分为普通膜、高端膜、交联膜三类。普通膜广泛用于食品、日用品、文具、五金等产品的包装。高端膜低温收缩率高，收缩力小，适用于需要低温包装或者低收缩力的产品，比如巧克力、光盘等。交联膜则适应更多的包装机械，特别适用于包装有特殊需求的产品，比如彩票、钞票、电子产品等，交联膜货架效应也更好。
- 行业的进入壁垒。目前在 POF 热缩膜没有现成的生产设备可以购买。公司的设备都是根据自己的工艺需要开发、研制、定制生产出来的，公司报废旧生产线的时候也全部拆散。也正是因为设备都是自行制造，所以募投项目 2013 年才能建成投产。
- 公司的产品 60%以上出口，美国的希悦尔公司是世界最大的 POF 热缩膜企业，占世界市场 20%市场份额。欧洲市场的主要竞争对手是法国的 BOLLORE 公司，但是由于公司成本比其低 30%左右，众成正在逐渐取得优势。
- 由于公司产品大部分出口，所以只占国内的 12%的市场份额，但是国内的高端市场基本在公司的手里。一些知名品牌比如娃哈哈、旺旺、康师傅等都在使用公司的产品，公司也在积极维护现有客户，并在开发新的客户，比如一些知名的啤酒品牌。

报告日期：2011 年 1 月 19 日

分析师与联系人

分析师：王刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人：凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

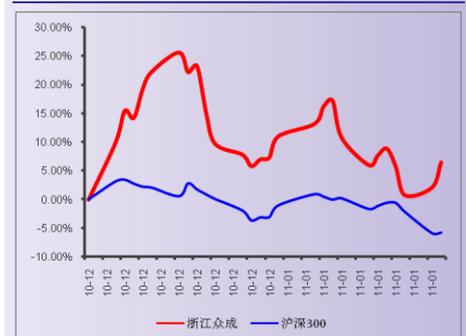
从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

公司盈利预测（百万）

万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	41760	46656	53688
营业成本	27768	30894	34820
营业利润	9129	10759	13180
利润总额	9129	10759	13180
所得税	1369	1614	1977
净利润	7760	9145	11203
EPS	0.727	0.857	1.050

股价表现图



相关报告

POF 热收缩膜行业龙头企业

2010 年 12 月 9 日

独立声明

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。



➤ 公司的定价策略是一单一定价，每一个新的订单都会重新谈价格。部分比较大的客户会用长单定价，但会事前约定成本变化 15%的时候重新定价。一单一定价的方式比较方便公司转移成本压力。

➤ 公司的生产原料主要是向陶氏等公司采购。通常会提前两个月准备好生产原料。所以在原材料涨价阶段，公司可以获得较多利润，但是在原材料暴跌时，可能会出现高价库存风险。

➤ 目前公司产能极限是 2.3 到 2.4 万吨，2009 年公司产能利用率比较低，2010 年生产了约 18700 吨产品，公司力争 11 年和 12 年逐步提高产能利用率，特别是拓展交联膜的市场，将产能最大利用起来，2013 年后随着募投项目投产，业绩会有比较大增长。

➤ 公司看好未来 POF 交联膜对在轻小型产品包装上替换 PE、PVC 膜、纸盒。PVC 膜厚而脆，耐湿耐寒等性能差，封口后四角硬而尖锐，在生产和使用中都有毒性和环保问题，已经在逐渐退出市场。POF 膜对 PE 膜包装的主要优势则有：

- 1, PE 膜的透明度比较差，一般都要在膜上印刷产品图案等信息，POF 交联膜透明度较好，“货架效应”好，可直接看到商品，对于厂商来说，也就省去了印刷成本。
- 2, POF 交联膜虽然单吨比较贵，但是可以做的很薄，这样单位重量能包装的商品就更多，所以就单位面积的商品包装而言，使用 POF 交联膜是可以节省成本的。
- 3, PE 膜是单向收缩的膜，所以在包装的两端会形成两个“洞”，POF 膜多向收缩，可以完全封闭，更加卫生。

➤ 但是 POF 交联膜可以做薄，却很难作厚，所以一些大重量的产品 POF 包装的强度就不够了，目前还无法替换 PE 包装。

➤ 我们初步测算，公司 2010-2012 年业绩为 0.73 元、0.86 元、1.05 元，目前股价 41.90 元，对应着 58、49、40 倍市盈率。我们看好公司未来成长，给予公司推荐评级。

➤ 风险因素：投资者应注意原材料价格和产品价格波动风险。

三张表预测:

利润表 (万元)					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	32559	41760	46656	53688	成长性				
营业成本	22105	27768	30894	34820	营业收入增长	-18.9%	28.3%	11.7%	15.1%
销售费用	1206	1670	1866	2148	营业成本增长	-30.8%	25.6%	11.3%	12.7%
管理费用	1945	2506	2799	3221	营业利润增长	79.6%	37.5%	17.9%	22.5%
财务费用	467	478	104	50	利润总额增长	68.8%	38.8%	17.9%	22.5%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	69.2%	58.4%	17.9%	22.5%
营业利润	6640	9129	10759	13180	盈利能力				
营业外收支	-65	0	0	0	毛利率	32.1%	33.5%	33.8%	35.1%
利润总额	6575	9129	10759	13180	销售净利率	15.0%	18.6%	19.6%	20.9%
所得税	1675	1369	1614	1977	ROE	30.2%	7.5%	8.1%	9.0%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	22.6%	34.1%	36.7%	38.7%
净利润	4900	7760	9145	11203	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
流动资产	21344	110717	120108	127215	管理费用/营业收入	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
货币资金	13246	101100	109390	115036	财务费用/营业收入	1.4%	1.1%	0.2%	0.1%
应收帐款	3102	3758	4199	4832	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	25.5%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	4744	5554	6179	6964	应收帐款周转率	9.49	10.50	10.33	10.89
非流动资产	17468	17422	18035	23217	存货周转率	4.29	4.73	4.70	4.90
固定资产	16791	16786	17438	22661	流动资产周转率	0.49	0.36	0.38	0.41
资产总计	38812	128139	138142	150433	总资产周转率	0.39	0.31	0.32	0.34
流动负债	22579	24137	24994	26082	偿债能力				
短期借款	16535	16535	16535	16535	资产负债率	58.2%	18.8%	18.1%	17.3%
应付款项	4476	5622	6255	7050	流动比率	0.95	4.59	4.81	4.88
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	0.74	4.36	4.56	4.61
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	22579	24137	24994	26082	EPS	0.612	0.727	0.857	1.050
股东权益	16233	104003	113148	124351	每股净资产	2.03	9.75	10.61	11.66
股本	8000	10667	10667	10667	每股经营现金流	1.28	0.86	0.97	1.19
留存收益	8233	93336	102481	113684	每股经营现金/EPS	2.1	1.2	1.1	1.1
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	38812	128139	138142	150433	PE	68.4	57.6	48.9	39.9
现金流量表 (万元)					PEG	1.17	3.23	2.17	-
经营活动现金流	10226	9146	10378	12645	PB	20.6	4.3	4.0	3.6
其中营运资本减少	3074	38	-242	-374	EV/EBITDA	40.76	42.31	37.56	30.80
投资活动现金流	-2114	-1302	-2088	-6998	EV/SALES	10.80	11.10	9.93	8.63
其中资本支出	-2213	-1302	-2088	-6998	EV/IC	15.01	18.96	17.90	14.35
融资活动现金流	3513	80010	0	0	ROIC/WACC	2.71	4.09	4.40	4.64
净现金总变化	11625	87853	8290	5646	REP	5.53	4.63	4.06	3.09

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源:wind, 长城研究所盈利预测模型

研究员介绍:

王刚: 2000年至2007年就读于清华大学化学工程系,获工学学士、硕士学位。2007年加入长城证券,石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002年至2008年就读于清华大学化学工程系,获工学学士、硕士学位。2009年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>