

浙江众成 (002522)

公司研究/点评报告

POF 热收缩膜行业龙头，发力热塑性弹性体

—浙江众成 (002522) 点评报告

点评报告/基础化工

2020 年 11 月 23 日

分析与判断

➤ POF 产品结构持续改善，高附加值 POF 交联膜毛利率稳步提升

公司主营产品是 POF 热收缩膜，可细分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜 3 大类 8 个系列，是全国第一、全球第二的 POF 生产企业。2017-2019 年，公司 POF 业务板块营业收入 5.9 亿元提升至 8.2 亿元，年均复合增速达 17.6%；毛利率由 35.8% 提升至 39.7%。近年来，公司持续优化 POF 产品结构，着力发展高附加值产品 POF 交联膜，2010-2020H1，POF 交联膜收入占 POF 板块的比例从 20.5% 提升至 54.9%，毛利占 POF 板块的比例从 27.9% 提升至 81.5%，毛利率由 46.3% 稳步提升至 56.2%。此外，公司正在建设 3000 吨高阻隔 PVDC 热收缩膜及 3000 吨 EVOH 阻隔热收缩膜项目，未来公司将不断优化 POF 板块产品结构，向高附加值高端产品发展。

➤ 热塑性弹性体毛利率转正，有望成为公司新的利润增长点

公司控股子公司众立合成材料主要从事热塑性弹性体的研发、生产和销售，主要产品为苯乙烯类热塑性弹性体及其改性产品。公司的热塑性弹性体于 2018 年开始放量，该板块的收入由 2017 年的 0.16 亿元增长至 4.08 亿元。由于目前公司生产和销售的以 SBS 等基础性普通型产品为主，生产综合成本与产品售价的差价不大，加上管理费用及财务费用等因素，导致该板块尚未实现盈利。2020 上半年，热塑性弹性体板块毛利率首次转正达到 2.3%，亏损幅度在不断减小，预计热塑性弹性体板块将开始逐步盈利，将为公司贡献新的业绩增量。

➤ 光纤油膏用 SEP 成功实现量产，打破国外垄断将实现进口替代

2 月 28 日，公司公告控股子公司众立合成材料研发的“光缆油膏用苯乙烯弹性体 SEP”通过专家组鉴定并取得科学技术成果鉴定证书，光纤油膏用 SEP 产品已成功实现量产，并向下游企业实现批量供货。光纤油膏用 SEP 是可用于光通讯纤维光缆保护油膏材料，是 5G 通讯网络的关键材料之一，由于极高的技术壁垒，一直被美国科腾、日本可乐丽等国际巨头所垄断。公司突破技术瓶颈，打破国外垄断，将实现进口替代。未来随着国内外 5G 建设推进，对光纤光缆油膏的需求有望呈现爆发式增长。

投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 0.16、0.24 和 0.35 元，对应 PE 分别为 46、31 和 21 倍。参考 CS 膜材料板块当前平均 47 倍 PE 水平，考虑公司热塑性弹性体板块将迎来经营拐点，有望成为公司新的业绩增长点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

产品价格波动风险；5G 基站建设进度不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,246	1,414	1,672	1,995
增长率 (%)	18.8%	13.5%	18.3%	19.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	64	144	218	321
增长率 (%)	78.6%	124.7%	51.4%	47.1%
每股收益 (元)	0.07	0.16	0.24	0.35
PE (现价)	103.90	46.23	30.54	20.76
PB	3.05	3.39	3.05	2.66

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 7.36 元

交易数据

2020-11-20

近 12 个月最高/最低(元)	7.55/5.11
总股本 (百万股)	906
流通股本 (百万股)	856
流通股比例 (%)	94.49
总市值 (亿元)	67
流通市值 (亿元)	63

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号： S0100519100001

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号： S0100120070029

电话： 021-60876731

邮箱： renjie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,246	1,414	1,672	1,995
营业成本	942	998	1,166	1,332
营业税金及附加	15	17	20	24
销售费用	39	44	51	62
管理费用	107	124	145	174
研发费用	48	54	61	76
EBIT	95	175	229	327
财务费用	46	52	61	70
资产减值损失	-44	0	0	0
投资收益	4	17	16	17
营业利润	13	148	194	285
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	15	148	194	285
所得税	28	37	49	71
净利润	-13	111	146	214
归属于母公司净利润	64	144	218	321
EBITDA	210	281	339	434
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	720	149	175	251
应收账款及票据	118	136	158	191
预付款项	13	14	17	19
存货	501	538	624	716
其他流动资产	215	215	216	217
流动资产合计	1,567	1,053	1,191	1,395
长期股权投资	82	82	82	82
固定资产	1,445	1,524	1,599	1,676
无形资产	105	104	102	101
非流动资产合计	1,732	1,810	1,883	1,958
资产合计	3,299	2,863	3,074	3,353
短期借款	578	0	0	0
应付账款及票据	193	212	253	286
其他流动负债	266	278	303	335
流动负债合计	1,038	491	556	621
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	122	122	122	122
非流动负债合计	322	322	322	322
负债合计	1,360	813	878	944
股本	906	906	906	906
少数股东权益	118	85	12	-95
股东权益合计	1,939	2,050	2,196	2,410
负债和股东权益合计	3,299	2,863	3,074	3,353

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	18.8%	13.5%	18.3%	19.3%
EBIT 增长率	534.6%	85.2%	30.8%	42.6%
净利润增长率	78.6%	124.7%	51.4%	47.1%
盈利能力				
毛利率	24.4%	29.4%	30.3%	33.2%
净利润率	-1.0%	7.8%	8.7%	10.7%
总资产收益率 ROA	1.9%	5.0%	7.1%	9.6%
净资产收益率 ROE	3.5%	7.3%	10.0%	12.8%
偿债能力				
流动比率	1.51	2.15	2.14	2.24
速动比率	1.01	1.02	0.99	1.06
现金比率	0.69	0.30	0.32	0.40
资产负债率	41.2%	28.4%	28.6%	28.1%
经营效率				
应收账款周转天数	34.62	34.44	33.87	34.31
存货周转天数	194.08	196.89	195.49	196.19
总资产周转率	0.38	0.49	0.54	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.16	0.24	0.35
每股净资产	2.01	2.17	2.41	2.77
每股经营现金流	0.19	0.24	0.23	0.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	103.90	46.23	30.54	20.76
PB	3.05	3.39	3.05	2.66
EV/EBITDA	27.37	24.31	20.11	15.50
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-13	111	146	214
折旧和摊销	115	106	109	108
营运资金变动	-20	-26	-46	-63
经营活动现金流	172	219	209	258
资本开支	-83	-184	-183	-183
投资	77	0	0	0
投资活动现金流	-10	-166	-166	-166
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,045	-578	0	0
筹资活动现金流	-85	-623	-16	-16
现金净流量	78	-570	26	76

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。