



热塑性弹性材料迎来拐点，5G 光纤油膏用 SEP 助力中国新基建

浙江众成 (002522)

评级:	增持	股票代码:	002522
上次评级:	首次覆盖	52 周最高价/最低价:	7.96/4.86
目标价格:		总市值(亿)	58.88
最新收盘价:	6.50	自由流通市值(亿)	50.54
		自由流通股数(百万)	855.19

事件概述

事件一：2020年2月29日公司发布业绩快报，预计2019年实现营业收入12.45亿元，同比增长18.73%，实现归母净利润0.63亿元，同比增长76.55%，EPS0.07元。

事件二：2020年2月29日公司公告显示，近日，公司控股子公司众立合成材料生产的光纤油膏用SEP产品已成功实现量产，并向下游企业实现批量供货。

分析判断：

► 主营业务 POF 产品结构优化，营收利润稳步增长

根据招股说明书显示，公司是全国第一、全球第二的POF生产企业，产品远销全球60多个国家和地区，广泛应用于食品、日化、教育等行业的轻型产品的外包装。2016-2018年公司POF板块营业收入由4.45亿元提升至5.94亿元，增幅33.53%，POF板块整体毛利率保持在35%以上。上市以来，公司不断优化POF板块产品结构，高附加值的POF交联膜收入占POF板块总收入的比例从2010年的20.98%提升至2019年H1的59.30%。未来公司将继续优化产品结构，减少低附加值产品的生产，集中产能往高端的交联膜及高性能膜方向发展。公司POF板块持续增长的营收和利润是公司长远发展的基石。

► 热塑性弹性材料拐点出现，未来有望发展成为新的盈利增长极

公司于2017年下半年开始热塑性弹性材料的生产销售，2018年产品持续放量，但由于热塑性弹性材料板块产品有较长一段时间处于运营初期，生产装置需要磨合优化，生产销售的均为基础性产品，毛利率一直为负，是拖累公司历史业绩的主要原因。根据公司历史财务数据显示，自2019年Q1起公司整体毛利率出现大幅提升，结合2019年中报披露的产品信息，我们认为，热塑性弹性材料板块于2019年Q1起亏损幅度不断缩小，2019年下半年起逐步盈利。我们预计，随着热塑性弹性材料板块拐点的出现，公司未来盈利水平将得到显著改善。

► 5G 光纤油膏用 SEP 实现量产，助力中国新基建

油膏是光纤防潮的必备材料，5G 通讯网络的关键材料之一，而光纤油膏用 SEP 是油膏的核心原材料。由于极高的技术壁垒，SEP 市场一直被美国科腾、日本可乐丽等国际巨头所垄断。特别是美国科腾，占据了国内 SEP 市场大约 60% 以上的份额。2020 年是 5G 大规模建设元年，根据 FTTH council 测算，5G 基站所需光纤数量将是 4G 的 16 倍以上，未来对于大容量光纤新建需求更加迫切，带来下一个景气周期。市场光纤需求大增将为光纤油膏用 SEP 创造巨大的市场空间，加之过去使用的光纤光缆在达到使用年限后创造的替换需求，预计明年中国光纤油膏用 SEP 市场容量将

达到 1-1.5 万吨。根据 FTTH council 报道显示，目前众立科技光纤油膏用 SEP 售价约 4 万元/吨，相比于同类进口产品低 30%以上。公司生产的光纤油膏用 SEP 产品综合性能与国外进口产品水平相当，可实现替代进口产品，同时具有良好的性价比。根据公司 2020 年 2 月 29 日公告数据显示，公司光纤油膏用 SEP 产品已成功实现量产，并向下游企业实现批量供货。随着 5G 进入大规模建设，光纤油膏用 SEP 市场空间将大幅提升，未来公司该产品销量有望迅速放大。

投资建议

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 12.45/14.89/17.89 亿元，归母净利润分别为 0.63/1.55/2.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.07/0.17/0.24 元，目前股价 6.50 元，对应 PE 分别为 84/35/24 倍。公司为全球 POF 薄膜龙头企业，热塑性弹性材料迎来拐点，光纤油膏用 SEP 实现量产，看好公司未来成长，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

产品价格下跌，5G 基站建设速度不及预期等风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	635.09	1048.78	1245.25	1489.23	1789.24
YoY (%)	17.87%	65.14%	18.73%	19.59%	20.15%
归母净利润(百万元)	68.00	35.92	63.41	154.97	218.28
YoY (%)	-34.23%	-47.18%	76.54%	144.41%	40.85%
毛利率 (%)	31.52%	17.62%	28.00%	33.64%	35.53%
每股收益 (元)	0.08	0.04	0.07	0.17	0.24
ROE	3.75%	2.01%	3.43%	7.74%	9.83%
市盈率	78.72	149.05	84.43	34.54	24.52

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系人：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1048.78	1245.25	1489.23	1789.24	净利润	-21.98	7.50	140.89	198.43
YoY (%)	65.14%	18.73%	19.59%	20.15%	折旧和摊销	102.61	111.88	123.09	131.18
营业成本	864.02	896.52	988.32	1153.52	营运资金变动	-54.54	38.64	-1.21	-56.12
营业税金及附加	11.37	24.91	25.24	32.14	经营活动现金流	54.38	213.31	279.87	310.47
销售费用	31.04	52.30	59.57	72.76	资本开支	-310.31	-631.56	-380.55	-256.06
管理费用	93.66	149.43	178.71	196.82	投资	269.69	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.90	30.96	43.74	48.86	投资活动现金流	-42.71	-615.42	-370.55	-246.06
资产减值损失	9.61	35.45	-16.34	-1.58	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.43	9.00	10.00	10.00	债务募资	285.15	259.82	217.33	-12.54
营业利润	-6.00	9.13	162.45	230.15	筹资活动现金流	156.63	231.52	90.68	-64.40
营业外收支	2.89	3.38	3.30	3.30	现金净流量	168.30	-170.60	0.00	0.01
利润总额	-3.11	12.51	165.75	233.45	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	18.87	5.00	24.86	35.02	成长能力 (%)				
净利润	-21.98	7.50	140.89	198.43	营业收入增长率	65.14%	18.73%	19.59%	20.15%
归属于母公司净利润	35.92	63.41	154.97	218.28	净利润增长率	-47.18%	76.54%	144.41%	40.85%
YoY (%)	-47.18%	76.54%	144.41%	40.85%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.04	0.07	0.17	0.24	毛利率	17.62%	28.00%	33.64%	35.53%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	-2.10%	0.60%	9.46%	11.09%
货币资金	470.60	300.00	300.00	300.01	总资产收益率 ROA	1.16%	1.83%	4.08%	5.40%
预付款项	23.24	20.14	23.66	27.05	净资产收益率 ROE	2.01%	3.43%	7.74%	9.83%
存货	472.69	482.36	522.16	613.17	偿债能力 (%)				
其他流动资产	364.88	374.72	391.94	418.85	流动比率	1.93	1.13	1.01	1.07
流动资产合计	1331.41	1177.21	1237.76	1359.07	速动比率	1.21	0.65	0.57	0.57
长期股权投资	93.31	93.31	93.31	93.31	现金比率	0.68	0.29	0.25	0.24
固定资产	1275.89	1566.90	1646.84	1618.76	资产负债率	36.29%	42.80%	43.93%	42.48%
无形资产	108.02	109.07	109.89	110.66	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1777.15	2295.67	2556.43	2684.60	总资产周转率	0.35	0.38	0.41	0.46
资产合计	3108.57	3472.89	3794.19	4043.68	每股指标 (元)				
短期借款	329.24	589.06	806.39	793.85	每股收益	0.04	0.07	0.17	0.24
应付账款及票据	176.68	233.67	256.61	289.31	每股净资产	1.97	2.04	2.21	2.45
其他流动负债	182.92	217.25	157.38	188.29	每股经营现金流	0.06	0.24	0.31	0.34
流动负债合计	688.84	1039.97	1220.39	1271.45	每股股利	0.03	0.10	0.10	0.10
长期借款	237.08	237.08	237.08	237.08	估值分析				
其他长期负债	202.20	209.31	209.31	209.31	PE	149.05	84.43	34.54	24.52
非流动负债合计	439.27	446.38	446.38	446.38	PB	2.48	3.01	2.78	2.50
负债合计	1128.12	1486.36	1666.77	1717.83					
股本	905.78	905.78	905.78	905.78					
少数股东权益	194.49	138.59	124.50	104.66					
股东权益合计	1980.45	1986.53	2127.42	2325.85					
负债和股东权益合计	3108.57	3472.89	3794.19	4043.68					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。