



传统业务暂无改善 投资收益决定公司业绩 ——佛塑科技（000973）2011 年报点评

2012年3月9日

推荐/首次

佛塑科技

年报点评

王明德 执业证书编号：S1480511100001

联系人：陈鹏 chen-peng@dxzq.net.cn 010-66554081

事件：

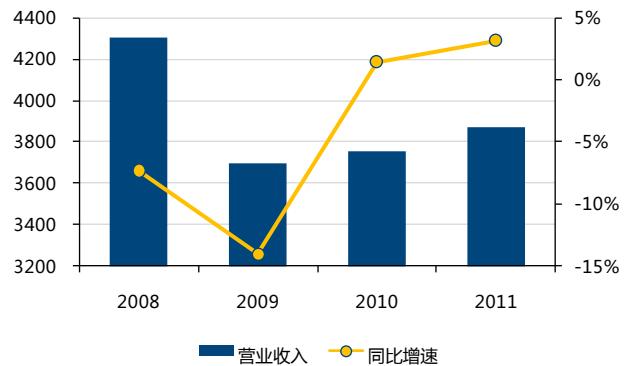
公司发布 2011 年年报。营业收入 38.69 亿元，同比增长 3.13%，营业利润 5748 万元，同比增长 102.41%，归属上市公司股东净利润 5031 万元，同比增长 190.64%，基本每股收益 0.82 元。

公司分季度财务指标

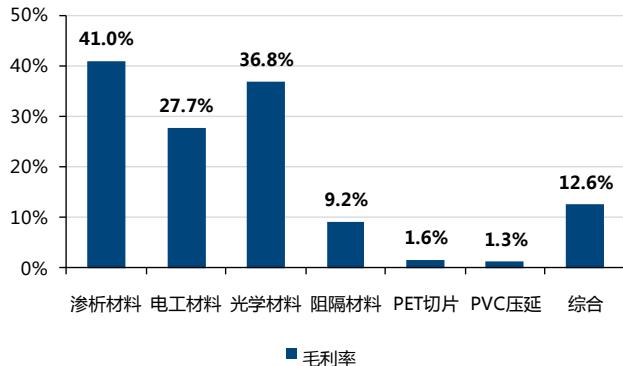
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	788.39	1,750.54	2,699.01	3,751.86	946.63	1,907.14	2,881.70	3,869.16
增长率（%）	0.18	-2.14	-5.94	1.43	20.07	8.95	6.77	3.13
毛利率（%）	14.72	14.51	15.01	15.49	14.89	15.00	14.04	12.43
期间费用率（%）	11.17	10.52	10.36	10.72	10.21	10.06	10.16	11.47
营业利润率（%）	6.01	5.99	7.14	7.57	9.29	8.65	7.13	14.86
净利润（百万元）	42.32	90.60	173.67	250.72	82.40	158.70	194.51	564.47
增长率（%）	-251.79	-659.58	2,272.55	564.35	94.73	75.18	12.00	125.14
每股盈利（季度，元）	0.03	0.05	0.09	0.10	0.10	0.09	0.03	0.60
资产负债率（%）	67.00	65.56	64.19	63.33	63.28	64.82	64.14	60.09
净资产收益率（%）	1.82	4.66	9.36	14.04	4.68	8.54	9.86	31.97
总资产收益率（%）	1.74	3.61	6.62	8.77	2.54	4.80	6.56	14.95

评论：

- **出售金辉股权，增厚公司当期业绩：**2011年12月公司以2.38亿元出售了佛山金辉高科16%的股权，股权转让后公司继续持有金辉高科32.125%的股权，不再是佛山金辉高科第一大股东。此次出售股权增厚每股收益约0.39元。2011年佛山金辉实现净利润9025万元，按照公司之前48.125%持股比例，2011年为公司贡献净利润约4343万元。此次出售股权后按照今年盈利情况计算(不考虑佛山金辉高科锂电池隔膜三期产能)，公司将减少投资收益约1400万元。

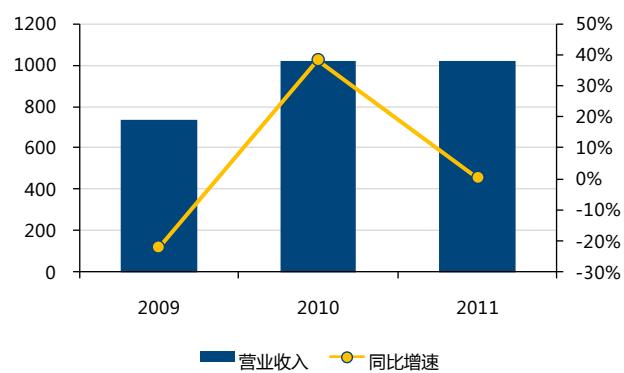
图 1：公司营业收入及同比增速

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

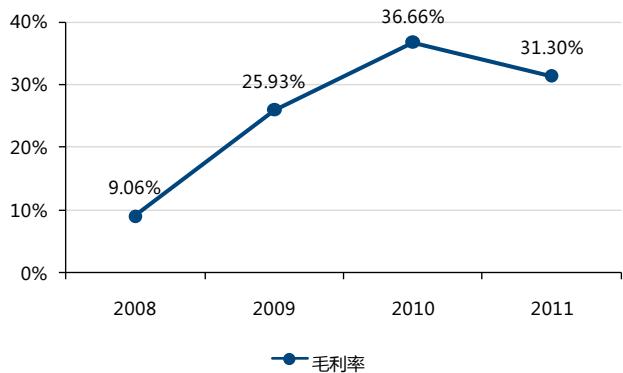
图 2：公司毛利率水平

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **营业收入略有提升，毛利率进一步下滑：**公司2011年营业收入同比增长3.13%，相比2010年水平略有提升。但是公司2011年毛利率水平下滑较多，全年综合毛利率为12.6%，相比2010年15.49%的水平下降了约3个百分点。
- **杜邦鸿基仍是公司主要利润来源，毛利率水平有所下滑：**2011年杜邦鸿基实现净利润2.17亿元，为公司贡献净利润1.06亿元，在公司净利润中占比18.85%，仍是公司净利润的主要来源。2011年杜邦鸿基实现营业收入1.02亿元，与2010年收入水平基本相当。从毛利率方面来看，2011年杜邦鸿基毛利率约31.3%，相比2010年36.66%的毛利率水平下降了约5个百分点。从市场方面来看，BOPET价格在2011年经历了一段时间的低迷，2012年杜邦鸿基毛利率水平回复到高位的可能性不高。

图 3：杜邦鸿基公司营业收入及同比增速

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：杜邦鸿基毛利率水平

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 投资收益仍是公司主要利润来源，2011年表现各有不同：2011年公司对联营企业和合营企业投资收益共1.28亿元，在公司营业利润中占比22.26%，是公司主要的利润来源。纬达光电、金辉高科和杜邦鸿基是贡献投资收益的主要三家公司。三家公司中金辉高科受益销售规模扩大以及毛利率提升，助推了公司2011年净利润的增长。纬达光电主要产品为偏光膜，受到3D市场的影响，公司2011年净利润下滑较多。

表 1：子公司盈利情况

	净利润（万元）	同比增速（%）	持股比例（%）
佛山纬达光电	4367	-62.66	51.15
佛山金辉高科	9025	33.62	32.125
佛山杜邦鸿基薄膜	21737	-16.62	49

- 房地产项目开始预售，尚未贡献利润：11月份公司全资子公司卓越房地产开发有限公司旗下卓景花园开始预售。根据公司公告，卓景花园项目预计竣工时间为2013年12月，2012年房地产项目尚难对公司业绩形成贡献。

盈利预测与投资建议

整体来看，公司传统业务2012年出现明显转好的可能性相对较小，公司业绩仍要看旗下控股和参股子公司的业绩贡献。虽然公司出售了金辉高科16%的股权，但金辉高科2012年产能增加对公司业绩的支撑在一定程度上将缓解公司持股比例下降带来的权益收入降低的影响。杜邦鸿基公司业务将保持相对稳定。房地产项目将在2013年支撑公司业绩。我们预计公司2012年-2014年EPS分别为0.248元、0.403元、0.444元，对应PE37.27倍、22.91倍、20.77倍，首次给予推荐评级。

投资风险

- 1、子公司新建产能未能按时达产；2、产品毛利率大幅下降。

表 2：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,751.86	3,869.16	4,062.62	4,672.01	5,139.21
(+/-)%	1.43%	3.13%	5.00%	15.00%	10.00%
EBITDA	543.19	830.71	496.79	647.45	708.31
(+/-)%	58.21%	52.93%	-40.20%	30.33%	9.40%
净利润	173.10	503.10	151.69	246.78	272.20
(+/-)%	2654.67%	190.64%	-69.85%	62.69%	10.30%
每股净收益（元）	0.280	0.820	0.248	0.403	0.444

资料来源：东兴证券

附表：投资组合盈利预测和估值

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	3,751.86	3,869.16	4,062.62	5.00%	4,672.01	15.00%	5,139.21	10.00%
营业成本	3,170.77	3,388.19	3,534.48	4.32%	4,017.93	13.68%	4,445.42	10.64%
营业费用	59.81	71.67	69.06	-3.64%	79.42	15.00%	87.37	10.00%
管理费用	235.16	245.96	247.82	0.76%	284.99	15.00%	313.49	10.00%
财务费用	107.13	126.21	82.21	-34.86%	65.94	-19.79%	67.72	2.70%
投资收益	141.67	589.54	200.00	-66.08%	240.00	20.00%	280.00	16.67%
营业利润	283.99	574.81	285.92	-50.26%	419.38	46.68%	459.93	9.67%
利润总额	285.43	590.53	288.92	-51.07%	422.38	46.19%	462.93	9.60%
所得税	34.71	26.07	72.23	177.11%	105.59	46.19%	115.73	9.60%
净利润	250.72	564.47	216.69	-61.61%	316.78	46.19%	347.20	9.60%
归属母公司所有者的净利润	173.10	503.10	151.69	-69.85%	246.78	62.69%	272.20	10.30%
<i>NOPLAT</i>	343.55	670.07	276.10	-58.80%	363.99	31.83%	395.74	8.72%

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	425.15	447.28	446.89	-0.09%	513.92	15.00%	565.31	10.00%
交易性金融资产	0.00	37.60	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	319.30	227.91	278.26	22.10%	320.00	15.00%	352.00	10.00%
预付款项	148.01	72.23	(16.13)	N/A	(116.58)	N/A	(227.71)	N/A
存货	1,128.00	1,463.57	1,258.86	-13.99%	1,431.04	13.68%	1,583.30	10.64%
流动资产合计	2,192.59	2,568.66	2,287.53	-10.94%	2,554.54	11.67%	2,745.36	7.47%
非流动资产	2,263.75	2,564.30	1,768.70	-31.03%	2,031.57	14.86%	2,050.92	0.95%
资产总计	4,456.34	5,132.96	4,056.23	-20.98%	4,586.11	13.06%	4,796.27	4.58%
短期借款	1,491.64	1,814.20	1,075.20	-40.73%	1,283.05	19.33%	1,154.24	-10.04%
应付帐款	373.62	316.86	309.87	-2.20%	352.26	13.68%	389.74	10.64%
预收款项	56.25	86.62	111.00	28.14%	139.03	25.26%	169.86	22.18%
流动负债合计	2,397.75	2,706.50	1,926.00	-28.84%	2,225.47	15.55%	2,183.70	-1.88%
非流动负债	424.64	378.10	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	314.44	220.72	285.72	29.45%	355.72	24.50%	430.72	21.08%
母公司股东权益	1,319.52	1,827.64	1,926.24	5.39%	2,086.65	8.33%	2,263.58	8.48%
净营运资本	(205.16)	(137.84)	361.53	N/A	329.07	-8.98%	561.65	70.68%
投入资本IC	2,827.50	3,477.67	2,840.27	-18.33%	3,211.50	13.07%	3,283.22	2.23%

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	250.72	564.47	216.69	-61.61%	316.78	46.19%	347.20	9.60%
折旧摊销	152.08	129.70	0.00	N/A	162.13	N/A	180.65	11.43%
净营运资金增加	661.82	67.32	499.37	641.80%	(32.46)	N/A	232.58	N/A
经营活动产生现金流	213.23	(97.28)	408.22	N/A	231.50	-43.29%	298.20	28.81%
投资活动产生现金流	(112.67)	(21.56)	945.78	N/A	(220.00)	N/A	45.00	N/A
融资活动产生现金流	(60.74)	231.43	(1,354)	N/A	55.54	N/A	(291.81)	N/A
现金净增 (减)	39.82	112.60	(0.39)	N/A	67.03	N/A	51.39	-23.33%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好数： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡数： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。