

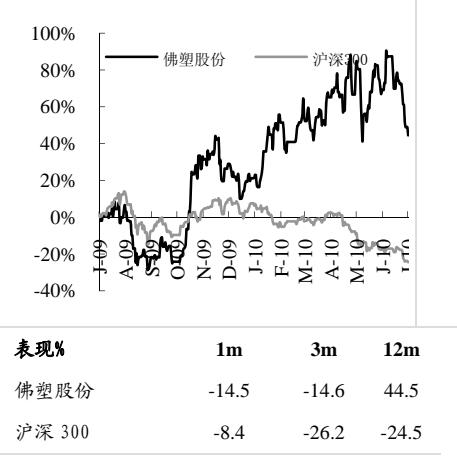


化工  
Chemistry

2010 年 7 月 13 日

市场数据	2010 年 7 月 12 日
当前价格 (元)	11.85
52 周价格区间 (元)	5.23-14.48
总市值 (百万)	6584.96
流通市值 (百万)	5533.54
总股本 (万股)	61255
流通股 (万股)	51475
日均成交额 (百万)	391
近一月换手 (%)	96.94
Beta (2 年)	0.98
第一大股东	广东省广新外贸集团有限公司
公司网址	www.foshan-plastic.com

#### 一年期收益率比较



王昕 杨杰 (协助)  
+86 755 83025935  
yangjie@jyzq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

## 佛塑股份 (000973) 调研报告

——加大对锂电池隔膜和偏光膜等项目投资力度，  
公司经营逐步进入良性通道

评级：增持

赢利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	3699	3625	3807	4048
主营收入增长率 (%)	-14.0%	-2.0%	5.0%	6.3%
净利润 (百万元)	6	129	176	248
净利润增长率 (%)	-103.2%	1949.8%	36.7%	40.8%
每股收益 (元)	0.01	0.21	0.29	0.40
PE	1155.8	56.4	41.2	29.3

资料来源：金元证券研究所

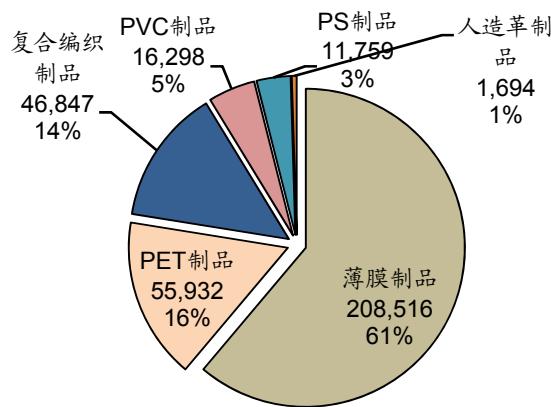
- 子公司金辉高科是我国四家锂电池隔膜生产企业之一。金辉高科隔膜产品毛利率高达 60% 左右；产能将从 1200 万平方米提高至 5700 万平方米，增幅高达 375%。我国锂电池隔膜进口依存度 60% 以上，而需求增速在 20% 以上。如未来公司在动力电池隔膜取得突破，业绩将出现爆发式增长。
- 公司偏光膜业务将充分受益于全球 3D 电影放映量的快速增长。公司偏光膜主要用于 3D 眼镜，毛利率 40% 左右，全球市场占有率高达 90%。2011 年 5 月公司新的 80 万平方米偏光膜投产后，产能达到 180 万平方米。
- 来自杜邦鸿基的投资收益将快速增长。公司持有杜邦鸿基 49% 股权，09 年来自杜邦鸿基的投资收益高达 5033 万元，同比增长 38.4%。预计 10 年来自杜邦鸿基的投资收益增长 70% 以上。
- 房地产业务可支持公司主业发展。公司目前已经搬迁的 2 宗地 (10.4 亿平方米) 增值额约 3 亿元。公司在禅城区共有 41.4 亿平方米的土地可变更为商住用地。预计未来土地增值以及房地产开发收益，可为公司发展高技术新材料业务提供一定的财务支持。
- 广东省广新外贸集团有限公司在 09 年 8 月入主后，确立了“调结构、强管理、强创新”的发展战略。随后，公司通过淘汰、出售、转产、搬迁改造等多种措施处置低盈利性资产，公司整体盈利能力不断提高。
- 我们认为公司合理价值为 12.09 元，暂时给予公司增持评级。公司未来动力电池隔膜可能的突破、房地产业务的逐步实施、资产处置力度的加强，均可能推动公司盈利增长超出我们预期。
- 公司主要风险在于部分业务持续亏损、落后产能淘汰和房地产开发进度存在不确定性、动力电池隔膜的研发进度存在不确定性、股东减持。

## 不断向高技术新材料转型的薄膜龙头

公司是我国塑料薄膜行业龙头企业之一, 目前拥有产能为 PET 切片约 14 万吨、BOPP 约 9 万吨、BOPA 约 1 万吨、塑料编织复合材料约 5 万吨等。09 年以来, 公司确立了“调结构、强管理、强创新”的战略。随后, 公司加大了对发展前景较好的锂离子电池隔膜、偏光膜、电容器膜和卫生薄膜的投资, 同时启动了部分老厂区的搬迁工作。

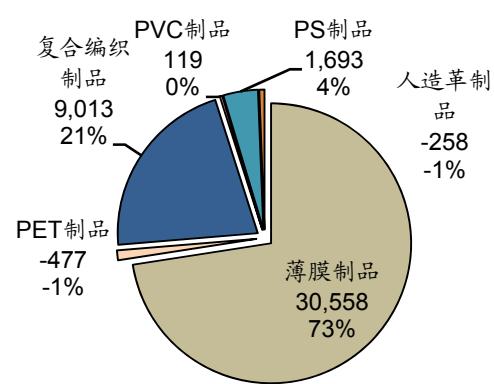
行业盈利状况逐步好转。04-08 年, 薄膜行业产能过度扩张和无序竞争, 导致行业整体毛利率处于 10% 以下的低位。近期, 行业盈利能力开始回升, 10 年 1-5 月行业毛利率回升至 11.39% 的水平。

图表 1 薄膜制品时公司主要收入来源



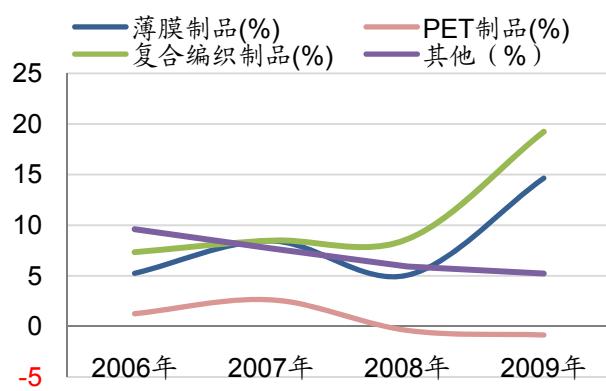
资料来源: wind

图表 2 薄膜制品毛利占公司总毛利的 73%



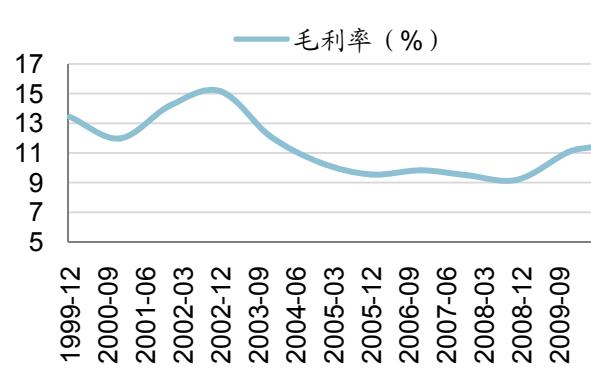
资料来源: wind

图表 3 公司薄膜和复合编织制品盈利能力大幅提高



资料来源: wind

图表 4 塑料薄膜行业盈利能力逐步回升



资料来源: wind

公司锂电池隔膜产能增加 3.75 倍, 长期看点还在动力锂电池隔膜

我国锂电池隔膜需求增速将在 20%以上。08 年全球锂电池产量高达 27.8 亿只, 02-08 年需求复合增长率高达 29%。08 年我国锂电池产量 15 亿只, 04-08 年产量复合增长率高达 34.6%。08 年我国锂电池隔膜需求超过 2.4 亿平米。在锂电池产业快速增长的拉动下, 我们预计未来我国锂电池隔膜需求增速将在 20%以上(不考虑动力锂电池隔膜)。

我国锂电池隔膜进口依存度高达 61%, 进口替代空间巨大。全球锂电池隔膜产能约为 4.1 亿平米, 主要集中在日本、美国和中国。我国目前锂电池隔膜总产能仅为 9300 万平米, 主要集中在金辉高科、格瑞恩、星源材质、桂林新时代四家。我国锂电池隔膜进口依存度高达 61%, 存在巨大的进口替代空间。

图表7 全球锂电池隔膜主要产能分布

	厂家	生产工艺	产能(万平米)	技术来源
中国	金辉高科	湿法	1200	
	格瑞恩	干法双向拉伸	3500	中科院
	星源材质	湿法、干法	4000	和四川大学、广东工业大学合作
日本	桂林新时代	干法	600	中科院
	旭化成(Asahi)	湿法	15000	
美国	东燃化学(Tonen)	湿法	6800	
	宇部新产(UBE)	干法单向拉伸	2400	购买 Celgard 专利使用权
	Celgard	干法单向拉伸	7000	
	恩泰克(Entek)	湿法	1100	

资料来源: 金元证券

干法和湿法均有优劣。干法单向拉伸工艺是通过生产硬弹性纤维的方法, 制备出低结晶度的高取向 PP 或 PE 薄膜, 再高温退火获得高结晶度的取向薄膜。这种薄膜先在低温下进行拉伸形成微缺陷, 然后高温下使缺陷拉开, 形成微孔。该技术非常成熟, 但由于只进行单向拉伸, 横向强度比较差。美国 Celgard 公司拥有一系列专利, 并将专利使用权出售给了日本 UBE 公司。

干法双向拉伸是中科院化学研究所开发的工艺, 主要在 PP 中加入具有成核作用的  $\beta$  晶型改进剂, 利用 PP 不同相态间密度的差异,

在拉伸过程中发生晶型转变形成微孔，用于生产单层 PP 膜。国内格瑞恩和桂林新时代即采用该工艺。

湿法又称相分离法或热致相分离法，将高沸点的烃类液体或低分子量的物质与聚烯烃树脂混合，加热熔化混合物并把熔体铺在薄片上，然后降温发生相分离，再以纵向或双轴向对薄片做取向处理，最后用易挥发的溶剂提取液体。该工艺可制备出相互贯通的微孔膜材料，隔膜纵向和横向强度较高，适用性广。

总体上看，干法隔膜的物理性能和机械性能较好，湿法隔膜的孔隙率和透气性更优。一般来说，湿法采用 PE 基础，热稳定性较差。Tonen(东燃化学)采用美孚化工研发的高熔点 PE 材料，成功地将湿法隔膜熔点从 140℃ 提高至 170℃。

图表8 锂电池隔膜生产工艺特点

生产方式	干法		湿法
	单向拉伸	双向拉伸	
工艺原理	晶片分离	晶型转换	热致相分离
方法特点	设备复杂，精度要求高，投资大、一般工艺复杂、控制难度高、环境友好	设备复杂、投资较大，一般需成孔剂等添加剂辅助成孔	设备复杂、投资较大、周期长、工艺复杂、成本高、能耗大
产品特点	微孔尺寸、分布均匀、微孔导通性好、能生产不同厚度的产品，能生产 PP、PE 产品和三层复合产品	微孔尺寸、分布均匀，稳定性差、现只能生产较厚规格 PP 膜	微孔尺寸、分布均匀，适宜生产较薄产品，只能生产 PE 膜

资料来源：锂电池隔膜关键技术及重点企业介绍 金元证券研究所

**公司锂电池隔膜产能将增加 375%。**佛山市金辉高科光电材料有限公司是佛塑股份与比亚迪香港合资设立，09年底增资后，佛塑股份、比亚迪香港、金科达（金辉高科高管和核心技术人员持有的公司）分别持有金辉高科 48.125%、39.375%、12.5%的股权。公司锂电池隔膜采取湿法双向拉伸工艺，并已形成 1200 万平方米的产能。公司投入 10500 万元新建 4500 万平米隔膜产能，预计新项目在 11 年下半年投产。我们估算 09 年公司锂电池隔膜均价 8 元/平方米左右，毛利率 60%左右。经过测算，10-12 年金辉高科可贡献 EPS 分别为 0.03 元、0.058 元和 0.11 元。

**公司在锂电池隔膜研发方面具备一定优势，如成功突破公司业绩将呈现爆发式增长。**新能源汽车技术的难点在于锂电池，而锂电池技术的难点在于隔膜。金辉高科是国家 863 新能源汽车项目的承担单位之一，并在锂电池隔膜领域具有较深的技术积累，可利用佛塑在国内领先的薄膜双向拉伸工艺以及比亚迪在电池方面的技术优势。综合考量公司的技术实力、佛塑和比亚迪的战略需求，我们对其在

动力锂电池隔膜上的突破持谨慎乐观态度。

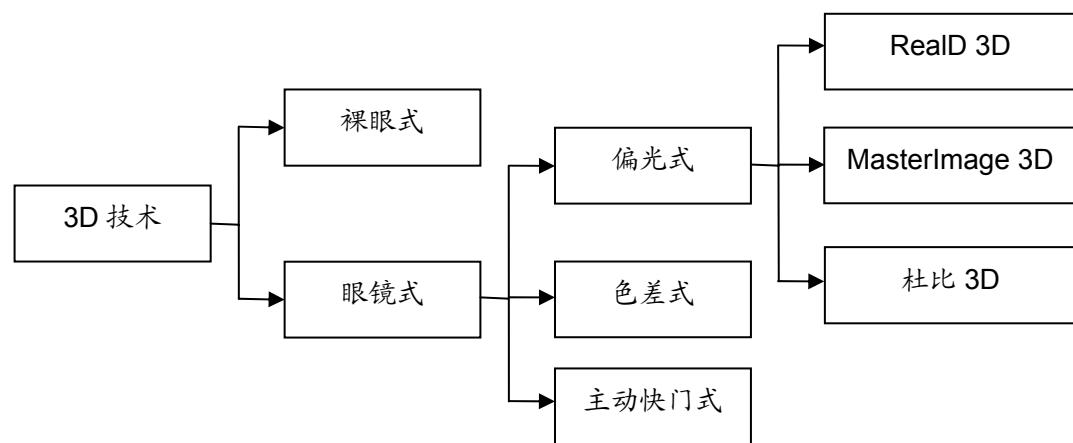
从全球动力锂电池发展动态来看，日本和美国动力锂电池隔膜已实现量产，我国星源和格瑞恩也已实现少量出货。金辉高科动力锂电池隔膜仍在研发之中，进度存在一定的不确定性。

我国已于 10 年 6 月发布了《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》，按 3000 元/千瓦时给予企业补助。其中插电式混合动力乘用车最高补助 5 万元/辆，纯电动乘用车最高补助 6 万元/辆。10 年 7 月，深圳市在国家补贴基础上，为两款车分别最高追加 3 万元和 6 万元补贴。我们预计，随着各地补贴政策的陆续出台，补贴之后的新能源汽车性价比大幅提升，我国新能源汽车产业有望进入加速产业化阶段。假设我国生产 100 万辆 EV 汽车(20KWH)、隔膜单价 25 元/平米，市场空间将达到 100 亿元。假设金辉高科市场占有率为 20%、净利润率为 50%，净利润可达到 10 亿元；测算得贡献佛塑股份每股收益 0.79 元。

### 公司偏光膜产能增长 80%，受益 3D 市场快速扩张

全球 3D 市场发展迅猛。09 年全球数字 3D 电影银幕数量达到 8989 块，比 08 年增长 250%。随着全球 3D 电影放映量的猛增，预计未来 3 年 3D 偏光膜需求增速在 40% 以上。

图表 9 主流 3D 技术为 RealD 3D



资料来源：金元证券

佛山纬达光电材料有限公司是佛塑股份的控股子公司，主导产品 3D 偏光膜用于 RealD 3D 影片观赏。目前，RealD 3D 技术是 3D 技术的主流，该技术优点在于不受面板影响，可使任何支持 3D 功能的电视还原出 3D 影响，使用成本较低。

公司现有产能 100 万平米，其中一半以上供应 3D 市场，在全球 3D 市场的占有率高达 90%。纬达光电拟进行增资并实施管理层持股，未来佛塑股份、亚化光电、亚化国际、管理层控制的公司将分别持有纬达光电 51.15%、20.59%、21.26% 和 7% 的股权。

纬达光电此次新建的 80 万平方米偏光膜产能，预计将于 11 年 5 月投产。纬达光电偏光膜毛利率 40% 左右。根据估算，新项目投产后新增收入 1.57 亿，净利润 0.44 亿。预计纬达光电 10-12 年贡献 EPS 分别为 0.069 元、0.094 元和 0.099 元。

### 来自杜邦鸿基的投资收益将同比增长 70% 以上

佛山杜邦鸿基薄膜有限公司是公司参股 49% 的企业，也是公司利润的主要来源之一。杜邦鸿基主要产品为 BOPET 薄膜，产能超过 6 万吨。公司主要产品为印刷基膜、医药包装基膜、户卡基膜等，广泛用于电子、印刷、医药等行业。10 年 1 季度，受益于来自杜邦鸿基投资收益的大幅增长，公司总投资净收益同比增长 683%。预计 10 年来自杜邦鸿基的投资收益将比上年增长 70% 以上。

我们预计 10-12 年杜邦鸿基贡献公司 EPS 分别为 0.143 元、0.179 元和 0.214 元。

### 电容器用金属化膜和流延膜产能有所提升

佛山易事达电容材料有限公司主要从事电容器用金属化膜的生产，公司持有 75% 的股权。易事达电容器用金属化膜毛利率 30% 左右。易事达现有电容器金属化膜产能 900 吨，拟新建 300 吨，预计将于 10 年底投产。

佛山华韩卫生材料有限公司主要生产卫生塑料薄膜，现有 6 条 PE 流延膜生产线和 2 条透气膜生产线。10 年 1 月，公司公告实施搬迁并新建一条 1800 吨的非透气流延膜生产线，完工后产能提升至 10700 吨。

### 房地产开发可覆盖搬迁成本，并为主业发展提供财务支持

公司房地产业务定位于开发厂房搬迁后的土地，并支持公司主业发展。公司在禅城区有工业土地 13 宗（621 亩），可在符合城市规划前提下，变更为商住用地。公司已经搬迁了位于禅城区轻工三路 9 号、11 号地块和汾江北路 82 号地块上的工厂，面积共为 10.4 万平方米。我们预计，公司房地产项目实现销售将在 2012 年之后。

目前已搬迁的 2 宗地评估价值为 6.26 亿元，净增值接近 3 亿元。简单推算公司 13 宗地净增值可达 12 亿元。目前佛山市禅城区的新房价格 8000-9000 元/平方米，预计未来开发可实现更大的收益。

我们认为，公司搬迁、老旧设备报废、员工遣散等成本可通过相关的房地产开发来消化，不会对业绩带来不利影响。通过搬迁，公司资产质量和盈利能力也将得到明显提升。公司房地产业务取得的利润，也可为公司战略转型、发展高技术新材料业务提供一定的财务支持。

**图表10 公司目前开发的三块土地情况介绍**

地块	土地面积（万平方米）	容积率	土地出让金（亿元）	建筑总面积（万平方米）	用地用途
禅城区轻工三路9号、11号的土地	5.79	≤2.5	1.21	18.59	城镇住宅兼容商用地
禅城区汾江北路82号	4.58	≤3.5	1.07	20.59	商业金融住宅用地

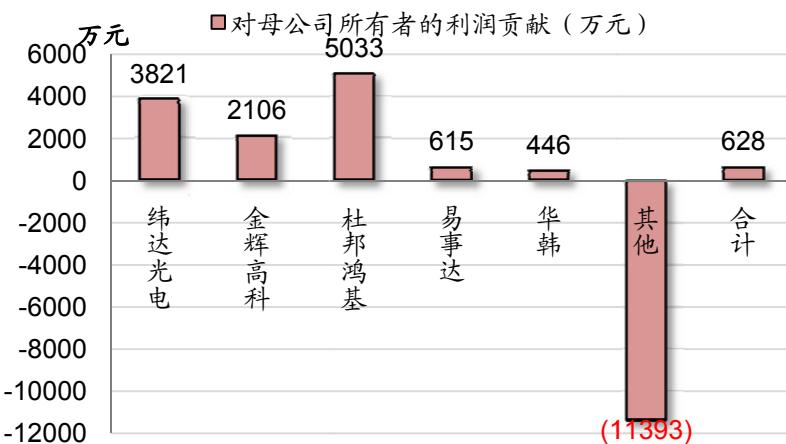
资料来源：公司公告

### 强化资产处置力度、提升企业管理质量

公司通过淘汰、股权转让、搬迁改造等多种措施，在处置低盈利资产的同时，将提升公司整体盈利能力。09 年 8 月，广东省广新外贸集团有限公司成为公司第一大股东，确立了“调结构、强管理、强创新”的新发展战略。公司出售了涿州东华包装材料有限公司 51% 股权，并启动了佛山冠达复合材料有限公司的清算工作。公司下一步将回购涿州东华包装材料有限公司的 BOPP 膜生产线，并与湖南永安包装合资生产高毛利烟膜产品。公司还将位于汾江北路 82 号的 3 条 PVC 压延薄膜生产线及装饰片生产线进行了搬迁改造，涉及产能约 2.1 万吨。

公司正建立采购平台来统一集团采购业务，并适度开展套期保值业务。公司统一采购和套期保值可强化对下属子公司的管理、降低原材料和产品价格波动风险、增加原材料采购和产品销售渠道。

图表 11 加大盈利业务投资、加强亏损业务处置，推动公司业绩增长



资料来源：金元证券

## 估值

假设：

- 1、锂电池行业中，多氟多、当升科技和新宙邦 11 年 PE 分别为 31.47 倍、39.5 和 42.31 倍，其中多氟多估值偏低主要在于六氟磷酸锂存在项目风险。考虑到隔膜技术含量高于其他锂电池材料、市场竞争环境较优、公司锂电池隔膜技术掌握情况较好，给予金辉高科 11 年 40 倍 PE 估值。纬达光电、杜邦鸿基和易事达产品大多属于电子化学品，参照电子元器件行业给予 11 年 30 倍 PE 估值。华韩的流延膜主要针对婴儿纸尿裤等特殊市场、产品相对高端，估值水平在塑料行业基础上提高 20%，为 19.7 倍（塑料行业 11 年 PE 为 16.4 倍）。
- 2、公司除房地产、金辉高科、纬达光电、杜邦鸿基、易事达、华韩之外的业务盈利能力正不断好转，但仍然偏弱，给予 1 倍 PB 估值。
- 3、暂不考虑房地产业务收益，不考虑与房地产业务相关的搬迁、

设备处置等相关成本。

根据估算，公司金辉高科、纬达光电、杜邦鸿基、易事达、华韩股权的合理价值合计 11.08 元。公司 09 年底扣除金辉高科、纬达光电、杜邦鸿基、易事达、华韩之后，归属于母公司所有者权益为 6.21 亿元；对应 BPS 及合理价值均为 1.01 元。公司价值合计为 12.09 元。我们认为，一旦公司未来动力锂电池隔膜出现突破，公司盈利将出现快速增长。公司房地产开发也将对公司未来盈利和资产处置起到积极的正面作用。基于以上观点，我们暂时给予公司增持评级。

**图表 12 公司核心子公司和参股公司估值**

公司名称	2009年贡献	2010年贡	2011年贡	2012年贡	11年PE	合理价值
	EPS (元)	献EPS(元)	献EPS(元)	献EPS(元)		(元)
纬达光电	0.062	0.069	0.094	0.099	30	2.81
金辉高科	0.034	0.030	0.058	0.110	40	2.31
杜邦鸿基	0.082	0.143	0.179	0.214	30	5.36
易事达	0.010	0.010	0.015	0.015	30	0.44
华韩	0.007	0.005	0.009	0.009	19.7	0.17
合计	0.196	0.257	0.353	0.447		11.08

资料来源：金元证券

## 风险

- 1、公司部分产品抵御市场波动能力较弱，盈利稳定性相对较差。
- 2、尽管我们认为公司房地产开发可覆盖相应的搬迁和资产处置成本，但公司需处置资产总额大小存在一定的不确定性。
- 3、公司实施搬迁和房地产开发的进度存在较大的不确定性，可能对公司产品结构调整速度带来影响。
- 4、公司在动力锂电池隔膜的研发存在一定的不确定性。
- 5、股东减持风险。未来公司第二大股东佛山富硕宏信投资有限公司可能继续进行减持。

图表 13 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3699	3625	3807	4048
营业成本	3278	3185	3312	3464
营业税金及附加	7	6	6	7
销售费用	69	59	66	70
管理费用	215	210	221	235
财务费用	122	101	106	112
资产减值损失	17	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	62	99	121	143
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>145</b>	<b>201</b>	<b>285</b>
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>59</b>	<b>151</b>	<b>207</b>	<b>292</b>
所得税	21	23	31	44
<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>129</b>	<b>176</b>	<b>248</b>
少数股东损益	31	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6</b>	<b>129</b>	<b>176</b>	<b>248</b>
EBIT	181	252	313	404
EPS (元)	0.01	0.21	0.29	0.40

资料来源：金元证券

**金元证券行业投资评级标准:**

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15% 以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ -15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.