

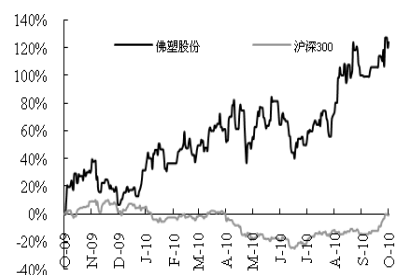


化工
Chemistry

2010 年 10 月 19 日

市场数据	2010 年 10 月 19 日
当前价格(元)	17.2
52 周价格区间(元)	7.16-17.7
总市值(百万)	10535.94
流通市值(百万)	8855.69
总股本(万股)	61255
流通股(万股)	51487
日均成交额(百万)	628
近一月换手(%)	99.33
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



表现%	1m	3m	12m
佛塑股份	11.9	41.3	124.5
沪深 300	15.5	20.3	-0.7

相关报告

《业绩大幅提高，基本面无明显好转-佛塑股份(000973)中报点评》2010.07.29
《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-佛塑股份(000973)调研报告》2010.07.12

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) 季报点评

——业绩增长超预期，向新材料转型前景乐观

评级: 买入

赢利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3699	3525	3843	4303
主营收入增长率(%)	-14.0%	-4.7%	9.0%	12.0%
净利润(百万元)	6	155	214	279
净利润增长率(%)	-103.2%	2361.2%	38.2%	30.7%
每股收益(元)	0.01	0.25	0.35	0.46
PE	1677.7	68.2	49.3	37.7

资料来源: 金元证券研究所

● **公司业绩增长超预期。**2010 年前三季度，公司分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润 26.99 亿元和 1.13 亿元，分别同比增长 -5.94%和 2272.55%。实现基本每股收益 0.18 元，净资产收益率 9.36%。

今年以来，公司来自杜邦鸿基的投资收益大幅增长，产品结构调整提升主导产品毛利率，是公司业绩超预期的主要原因。

● **加快淘汰落后产能进度，提升资产质量和盈利能力。**公司借佛山市禅城区“三旧”改造的契机，对部分工厂设备采取了搬迁、改造和淘汰措施。此外，公司还出售了涿州东华包装材料有限公司 51%股权，退出亏损的 BOPP 通用型薄膜业务。

● **加快新项目建设，未来业绩持续增长可期。**公司加快了主要盈利产品锂电池隔膜、偏光膜项目的建设力度，导致公司在建工程比年初大幅增加 405.97%。我国锂电隔膜进口替代空间巨大，未来需求也将保持稳步增长，公司小型锂电隔膜项目前景良好。公司动力锂电池隔膜研发进度仍存在不确定性，如能成功突破将为公司带来巨大的增长点。公司 3D 用偏光膜占全球 90%市场份额。随着全球 3D 电影的迅猛发展，公司偏光膜项目市场前景比较乐观。

● **开展 PVDF 膜和高分子基复合智能节能贴膜研究，加快向新材料领域转型。**公司实施了晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板研发项目和高分子基复合智能节能贴膜项目，目前都处于产业化研发阶段。我们认为两个产品潜在市场空间巨大，但短期内或难以贡献业绩。

● **上调盈利预测，维持“买入”评级。**鉴于公司主业盈利和投资收益超预期，我们上调公司 10-12 年 EPS 至 0.25/0.35/0.46 元，对应 PE 分别为 68.2/49.3/37.3 倍。考虑到公司不断淘汰落后产能以提高资产质量、加快新材料产品投资以提升产品档次、以及锂电池隔膜和偏光膜未来面临良好的市场前景，维持公司“买入”评级。

公司业绩增长超预期

2010 年前三季度，公司分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润 26.99 亿元和 1.13 亿元，分别同比增长-5.94%和 2272.55%。实现基本每股收益 0.18 元，每股经营性净现金流净额 0.71 元。净资产收益率 9.36%。

2010 年 1-3 季度，公司整体毛利率为 15.01%，比去年同期大幅提升 5.49 个百分点。

公司业绩增长超出我们先前预期，也高于市场普遍预期。今年以来，公司来自杜邦鸿基的投资收益大幅增长，产品结构调整提升主导产品毛利率，是公司业绩超预期的主要原因。随着公司经营好转，企业现金流大幅提高。

加快淘汰落后产能进度，提升公司资产质量

公司是国内薄膜行业龙头，但由于部分设备老化、物耗偏高等原因，传统的 PET、BOPP、BOPA、PVC 等产品的盈利性较弱。自 09 年确立“调结构、强管理、强创新”战略以来，公司加大了对落后产能的淘汰力度。如公司借佛山市禅城区“三旧”改造的契机，对当地三个地块（共 10.4 万平米）上的工厂进行了搬迁；其中仅汾江北路 82 号处置的设备账面净值即达 1.11 亿元，轻工 3 路的 PVC 压延薄膜生产线搬迁涉及产能约 2.1 万吨。公司通过出售涿州东华包装材料有限公司 51%股权，退出亏损的 BOPP 通用型薄膜业务，改为开展盈利性强的烟膜业务。

资产处置提高了公司整体资产质量，退出部分亏损业务提高了公司整体盈利能力。

加快新项目建设，未来业绩持续增长可期

随着公司战略的实施，公司正对锂电池隔膜、偏光膜、电容器膜、卫生薄膜进行扩产。锂电池隔膜和偏光膜作为公司的主要利润来源，公司加快了这两个产品的建设，导致三季度末公司在建工程比年初大幅增加 405.97%。

公司将受益小型锂电隔膜进口替代和需求的稳步增长。金辉高科是我国唯一的湿法锂电池隔膜生产企业，是国家 863 新能源汽车项目

的承担单位之一。公司小型锂电隔膜产品供不应求,净利润率达到 40% 以上。公司正在研发第二代和第三代隔膜产品,预计将在两年内投入市场,产品质量将得到明显提升。我国小型锂电隔膜对外依存度在 60% 以上,存在巨大的进口替代空间。从全球看,到 2015 年小型锂电池隔膜需求达到 6.4 亿平米,相当于 09 年隔膜需求的 1.83 倍。随着 2011 年公司新的 4500 万平米小型锂电隔膜产能的投放,公司隔膜业务将快速增长。我们预计到 2015 年,全球动力锂电隔膜需求有望达到 8.7 亿平米,市场将出现爆发式增长。公司动力锂电池隔膜研发进度存在不确定性,如能成功突破将为公司带来巨大的增长点。

偏光膜业务受益全球 3D 电影市场的迅猛发展。该种偏光膜主要用于生产观看 3D 电影的眼镜,属于一次性产品。我们预计随着全球 3D 电影放映量的猛增,未来 3 年 3D 偏光膜需求增速在 40% 以上。公司偏光膜在全球 3D 市场的占有率高达 90%,具有明显的垄断地位。09 年公司偏光膜净利率 27.9%,产品大量出口。预计随着 2011 年公司新的 80 万平米偏光膜项目的投产,将对公司业绩带来明显的推动作用。

图表 1 公司主要新建项目情况

项目	锂电池隔膜	偏光膜	电容器金属化膜	卫生薄膜
实施主体	金辉高科	纬达光电	易事达	华韩
现有产能	1200 万平米	100 万平米	900 吨	8900 吨
新增产能	4500 万平米	80 万平米	300 吨	1800 吨
预计投产时间	2011 年下半年	2011 年中	2010 年底	2011 年中

资料来源:公司公告 金元证券整理

开展 PVDF 膜和高分子基复合智能节能贴膜研究,加快向新材料领域转型

公司与大股东的子公司——广新投资共同投资 1800 万元,用于晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板研发项目。PVDF 含氟量高,具有极强的耐候性、热稳定性、耐化学品和耐溶剂性等特点,能对光伏组件中的电池片起到良好的保护作用。随着全球光伏产业的快速发展,市场前景良好。公司还与中科院上海硅酸盐研究所合作开发高分子基复合智能节能贴膜项目,该贴膜具有双向调节的智能控温功能,在建筑

和汽车玻璃上具有巨大的潜在市场空间。目前两个项目均处于工业化研发阶段，预计短期内难以对公司盈利带来明显的影响。

来自杜邦鸿基的投资收益大幅增长

佛山杜邦鸿基薄膜有限公司是公司与美国杜邦公司合资的企业，公司参股 49%，是公司的主要利润来源之一。杜邦鸿基主要产品为高端 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，广泛用于飞机、电子、印刷、医药等行业。杜邦鸿基公司大约贡献了公司总投资收益的 80% 左右。得益于杜邦鸿基利润的大幅增长，公司 2010 年 1-3 季度实现投资收益 8563.14 万元，同比增长 180.7%。

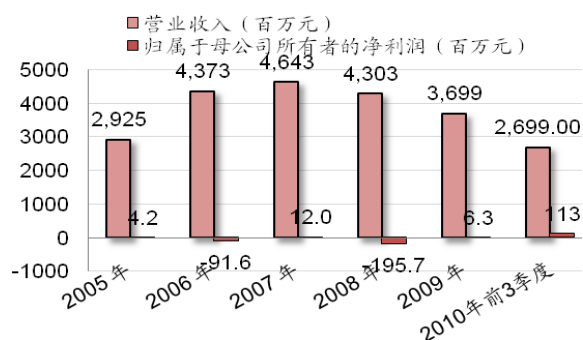
上调盈利预测，维持“买入”评级

鉴于公司主业盈利和投资收益超预期，我们上调公司 10-12 年 EPS 至 0.25/0.35/0.46 元，对应 PE 分别为 68.2/49.3/37.3 倍。考虑到公司不断淘汰落后产能以提高资产质量、加快新材料投资以提升产品档次、以及锂电池隔膜和偏光膜未来面临良好的市场前景，维持公司“买入”评级。

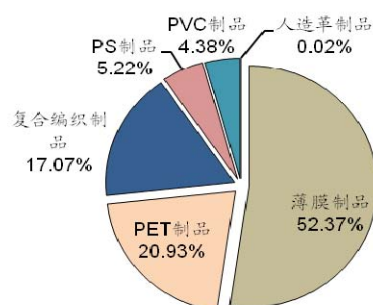
风险

公司未来落后产能处置进度存在不确定性，公司动力锂电隔膜研发进度存在一定不确定性，存在一定的股东减持风险。

图表 2 随着产品结构调整，公司收入下降、利润提升



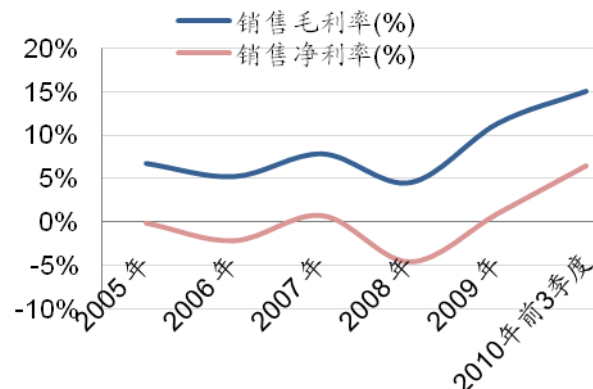
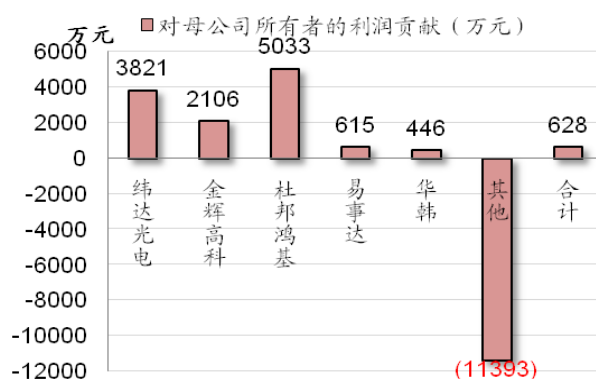
图表 3 薄膜制品是公司主要收入来源（10 年上半年）



资料来源: wind

资料来源: wind

图表 4 偏光膜、隔膜产品以及来自杜邦鸿基的投资 图表 5 公司主业盈利能力同比大幅提高
收益是公司主要利润来源 (09 年)



资料来源: wind

资料来源: wind

图表 6 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3699	3525	3843	4303
营业成本	3278	2985	3194	3521
营业税金及附加	7	6	6	8
销售费用	69	62	68	76
管理费用	215	197	215	241
财务费用	122	108	115	130
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	121	150	187
营业利润	53	271	378	497
营业外收入	7	18	18	18
营业外支出	1	9	9	9
利润总额	59	280	387	505
所得税	21	42	58	76
净利润	38	238	329	429
少数股东损益	31	83	115	150
归属于母公司净利润	6	155	214	279
EBIT	181	387	502	635
EPS (元)	0.01	0.25	0.35	0.46

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.