

# 华丽蜕变，向新材料产业转型

推荐（维持）

佛塑股份（000973）调研报告

## 投资要点：

2010年11月11日

- ✧ **新股东广新外贸入主后，公司经营重新回归快速增长轨道。**新股东入主后，积极调整产品结构，淘汰落后产能，公司经营业绩明显好转。前三季度，公司分别实现营业收入和净利润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%。
- ✧ **金辉高科的锂电池隔膜项目仍是市场关注焦点。**公司所产隔膜目前仍主要用于数码电池，但金辉高科是国家863新能源汽车项目的承担单位之一，有望近年取得技术突破。金辉高科在05年、06年投产后逐渐走出亏损，07年实现净利润1977万元，08年净利润3436万元，09年净利润3839万元，增长较快，单项业务ROE达59%。09年10月，金辉高科投资1.05亿增加产能4500万平方米/年（二期计划），预计新增产能将于2011年下半年投产。
- ✧ **与上海硅酸盐研究所强强联合，公司发力新材料产业。**佛塑股份与上海硅酸盐所联合，可以通过产业化已有技术，开拓新的利润增长点。首次合作项目：“高分子基复合智能节能贴膜项目”属于高技术附加值项目，产品利润率较传统薄膜产业高。
- ✧ **维持“推荐”的投资评级。**预计公司2010~2012年的EPS为0.26、0.47、0.61元/股，对应市盈率为70、38和29倍，短期公司估值压力仍存，但考虑到营业状况重新回归快速增长轨道，与上海硅酸盐研究所的战略合作协议。综合考虑，我们认为公司仍是值得期待的中长线投资品种，给予公司“推荐”评级。
- ✧ **风险因素：**动力电池隔膜量产技术风险，房地产业务不确定性。

莫景成

电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

SAC 执业证书编号：

S0340210030002

## 主要数据 2010年11月8日

收盘价(元)	18.08
总股本(万股)	61255
流通 A 股股本(万股)	51485
12 月最高价(元)	19.10
12 月最低价(元)	11.25

## 股价走势



## 公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,699	3,514	4,041	4,850
同比%	-14.03%	-5.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	6	155	289	375
同比%	-103.2%	2371.9%	86.10%	29.60%
毛利率%	11.37%	15.00%	15.00%	16.00%
ROE%	2.67%	10.13%	16.05%	17.77%
每股收益(元)	0.01	0.25	0.47	0.61
每股净资产(元)	1.87	2.13	2.60	3.14
市盈率(倍)	1762.40	71.30	38.31	29.56
市净率(倍)	9.66	8.51	6.96	5.77

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 相关报告

## 目 录

1. 公司概况 .....	3
1.1 公司发展历程 .....	3
1.2 新股东广新外贸入主后，公司经营重新回归快速增长轨道 .....	3
2. 佛塑股份投资价值分析 .....	5
2.1 金辉高科的锂电池隔膜项目仍是市场关注焦点 .....	5
2.2 偏光膜：受益 3D 电视、电影普及，需求放量 .....	7
2.3 与上海硅酸盐研究所强强联合，公司发力新材料产业 .....	9
3. 盈利预测及投资评级 .....	12
4. 风险因素 .....	13

## 插图目录

图 1：公司主要控股及参股公司 .....	3
图 2：公司 10 年中报主营业务构成 .....	3
图 3：公司 09 年主营业务构成 .....	3
图 4：公司单季度主营收入、净利润及同比增长 .....	4
图 5：公司单季度毛利率走势 .....	4
图 6：佛塑股份湿法制膜工艺流程简单说明 .....	6
图 7：金辉高科股权构成 .....	7
图 8：纬达光电股权构成 .....	9

## 表格目录

表 1：公司 3 季度主要经营指标 .....	4
表 2：薄膜生产工艺 .....	6
表 3：金辉高科经营情况（单位：万元） .....	7
表 4：偏光板的各种类别和应用 .....	8
表 5：公司盈利预测 .....	13

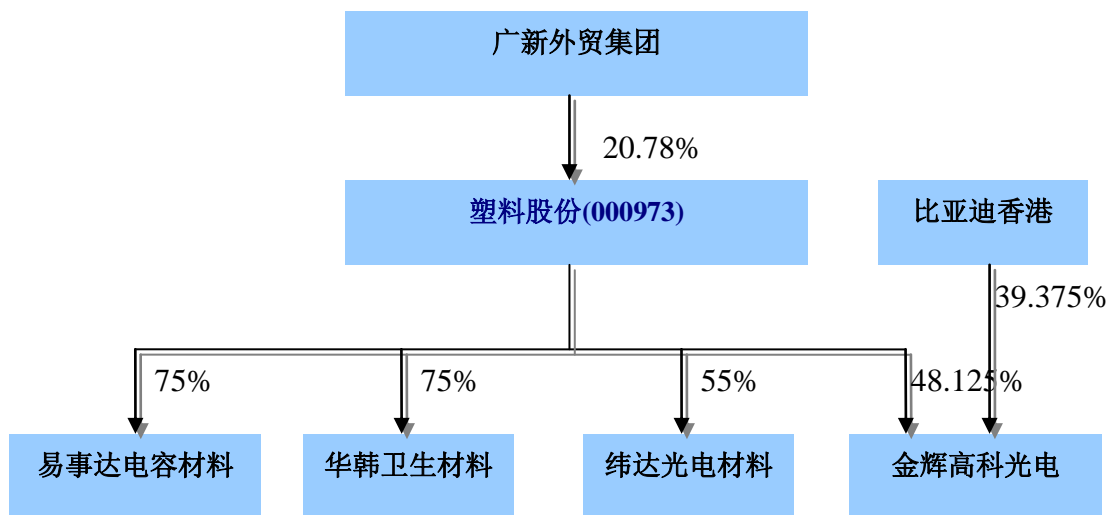
## 1. 公司概况

### 1.1 公司发展历程

公司始建于1988年，是一家为现代工业、农业、科技、交通、通讯、建筑等领域提供新型材料的高新技术企业，主要生产经营各种塑料薄膜及复合包装材料、功能性高分子新材料、塑料编织复合制品、光电材料、建筑工程与装饰材料等五大系列产品，是国内生产规模较大、品种最齐全并且拥有多项国家专利技术的塑料新材料生产企业，是国家科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”。

2009年7月20日，经广东省国资委审核并报国务院国资委批准，原第一大股东佛山市塑料工贸集团将其持有的本公司国有股12730.22万股全部转让给广东省广新外贸集团有限公司。广新外贸集团入主后，使佛塑股份的发展进入一个崭新的里程。

图 1：公司主要控股及参股公司



资料来源：东莞证券研究所

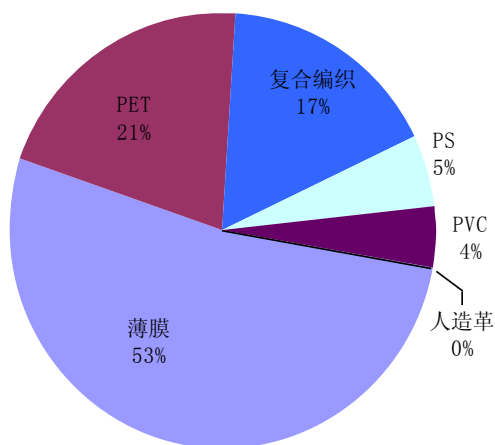
## 1.2 新股东广新外贸入主后，公司经营重新回归快速增长轨道

### (1) 3 季度公司业绩超预期增长

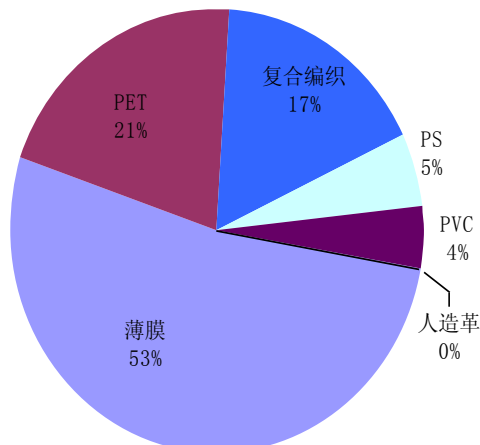
2010年前三季度，公司分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润26.99亿元和1.13亿元，分别同比增长-5.94%和2272.55%。实现基本每股收益0.18元，净资产收益率9.36%。公司来自杜邦鸿基的投资收益大幅增长，产品结构调整提升主导产品毛利率，是公司业绩超预期的主要原因。

图 2：公司 10 年中报主营业务构成

图 3：公司 09 年主营业务构成

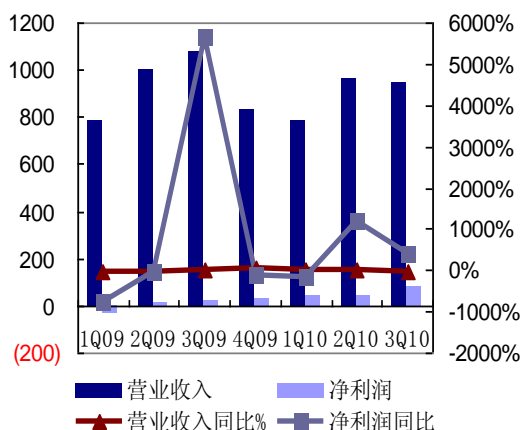


资料来源：东莞证券研究所，招股说明书



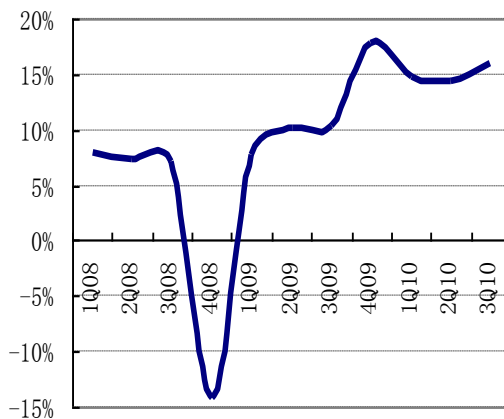
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 4：公司单季度主营收入、净利润及同比增长



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 5：公司单季度毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

## （2）加快淘汰落后产能，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。

表 1：公司 3 季度主要经营指标

	2007-09-30	2008-09-30	2009-09-30	2010-09-30
<b>盈利能力与收益质量</b>				
销售费用（万元）	4,526.28	5,338.05	5,262.31	4,772.21
销售费用率（%）	1.19	1.43	1.83	1.77
管理费用（万元）	10,980.27	10,924.35	12,934.96	14,955.09
管理费用率（%）	2.88	2.93	4.51	5.54
财务费用（万元）	8,581.85	10,830.63	9,895.36	8,227.67
财务费用率（%）	2.25	2.90	3.45	3.05

销售毛利率（%）	6.50	7.47	9.52	15.01
<b>资本结构与偿债能力</b>				
短期借款（万元）	147,387.78	149,823.56	148,217.65	136,955.80
长期借款（万元）	40,135.16	21,006.38	14,194.66	12,729.66
资产负债率（%）	65.70	64.78	66.92	64.19
流动比率	0.73	0.73	0.66	0.73
速动比率	0.52	0.52	0.46	0.43
<b>营运能力</b>				
存货周转率（次）	6.95	6.19	5.65	3.67
应收账款周转率（次）	9.44	8.32	7.10	8.31
总资产周转率（次）	0.83	0.81	0.68	0.63
<b>现金流量</b>				
经营现金流量净额（万元）	15239.05	17830.58	10881.47	43590.23
同比增长率（%）	115.16	17.01	-38.97	300.59
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率（%）	332.10	91.61	-70.39	1675.27
利润总额增长率（%）	250.40	63.65	-61.26	1250.44
净利润增长率（%）	-61.82	118.86	-295.52	841.95

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

### （3）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。

## 2. 佛塑股份投资价值分析

### 2.1 金辉高科的锂电池隔膜项目仍是市场关注焦点

#### （1）锂离子电池隔膜前景无限

在锂离子电池的结构中，隔膜是关键内层组件之一，占锂离子电池成本的25-30%左右。隔膜一般采用塑料薄膜制成，用于隔离电池正负极以防止出现短路，同时保证锂离子通过实现充放电；在电池过热时，通过闭孔功能阻隔电流传导保障电池安全性。

锂电池成本中，隔膜约占25-30%，但毛利率却高达70%，是动力电池中盈利能力最强材料。国内越来越多的厂家掌握正极、负极、电解液等构成产品的技术，竞争开始加剧，毛利率下降，而隔膜还处于“进口替代”的阶段，隔膜拥有较高的技术壁垒，产品供不应求，价格向国外产品靠拢，毛利率稳中趋升。

目前国内数码电池对隔膜的年需求大概是1.3亿-2亿平方米。随着电动摩托车和新能源汽车的发展，市场缺口更大，主要依赖进口；而储能电池等高性能电池亦对隔膜需求迅速膨胀，并且随着新能源汽车补贴政策的出台，这部分市场释放更快。预计未来3年之内，锂电池材料保持50%的增长率。

## （2）隔膜技术壁垒高，国内严重依赖进口

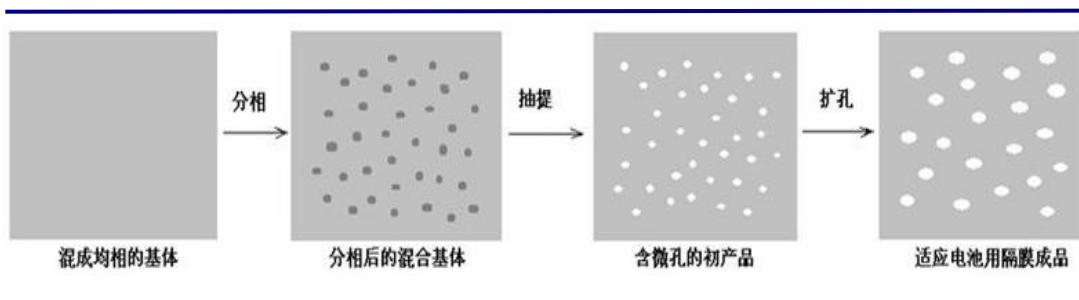
锂电池隔膜生产难点在于造孔的工程技术及基体材料，对薄膜拉伸技术和设备要求极高。传统薄膜设备，国内严重依赖进口，而锂电池隔膜无论技术还是设备，均受到国外公司的严密封锁，国内企业只能自行研发摸索。新进入者，完全掌握工艺及设备，预计将需要 3-5年时间，因此技术门槛极高。目前国内仅佛塑股份、格瑞恩和星源材质能够稳定生产，预计进口依存度在70%-80%。国外技术也掌握在少数几家手中，形成明显的寡头垄断格局。

表 2：薄膜生产工艺

	干法		湿法
生产方式	单向拉伸	双向拉伸	
工艺原理	晶片分离	晶型转换	
方法特点	设备复杂、精度要求高、投资大，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
厂家	Celgard、UBE	新乡格瑞恩、	金辉高科

资料来源：东莞证券研究所

图 6：佛塑股份湿法制膜工艺流程简单说明



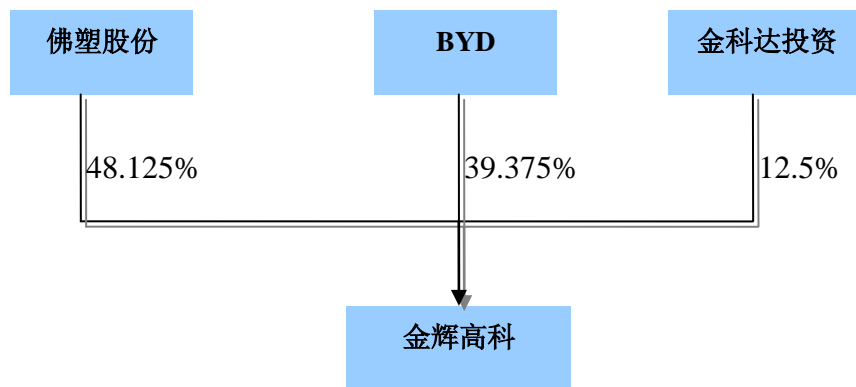
资料来源：公司网站

## （4）金辉高科领军国内电池隔膜企业



佛山市金辉高科光电材料有限公司成立于2006年2月16日，由佛塑股份（000973）与BYD共同出资组建，经营范围包括离子渗透微孔薄膜、功能性聚合物膜片、绝缘薄膜、各种用途半透膜等环保用有机膜类制品。2009年10月20日，公司发布公告称将向与比亚迪香港有限公司的合资公司佛山市金辉高科光电材料有限公司增资，用于该公司扩建锂离子电池隔膜项目。增资后，佛塑股份占48.125%股权，BYD占39.375%，佛山金科达投资有限公司占12.5%。值得注意的是，佛山金科达投资有限公司主要持股人是金辉高科的主要管理层及核心技术人员，我们认为公司良好的激励制度，能好的吸引和留住新能源开发的人才，实现经营层与股东利益的一致。

图 7：金辉高科股权结构



资料来源：东莞证券研究所

目前来看，公司所产隔膜仅用于数码电池，但金辉高科是国家863新能源汽车项目的承担单位之一，有望近年取得技术突破。公司已经掌握了隔膜的核心技术，从下游需求厂商的草根调研反应来看，金辉高科的产品稳定性在国内是最好的，下游需求商已经放心采用作为进口替代产品。金辉高科在05年、06年投产后逐渐走出亏损，07年实现净利润1977万元，08年净利润3436万元，09年净利润3839万元，增长较快，单项业务ROE达59%。09年10月，金辉高科投资1.05亿增加产能4500万平方米/年（二期计划），预计新增产能将于2011年下半年投产。以 09 年金辉高科公司的盈利推算，4500万平米新产能投产后，预计将贡献业绩0.2元EPS。

表 3：金辉高科经营情况（单位：万元）

日期	主营收入	同比增长	主营利润	同比增长	毛利率	净利润	同比增长
2007	5432	-	1978	-	36.41%	1977	-
2008	-	-	-	-	-	3436	73.66%
2009	9324	-	5654	-	60.64%	3839	11.47%

资料来源：公司公告

## 2.2 偏光膜：受益 3D 电视、电影普及，需求放量

佛山纬达光电材料有限公司是公司台湾上市公司亚洲化学合资的公司（原来公司控股55%，亚洲化学45%；后来对经营管理团队进行股权激励，公司股份降到48%），公司主要生产液晶显示用偏光片。

纬达光电2009年销售规模扩大，产品毛利率增加，2009年实现利润6948万元，较上年增加554%。纬达光电主要产品是偏光膜，偏光膜用途比较多，现在主要用于全球4000多家立体电影院的观看眼镜的镜片，全球3D电影眼镜镜片的占有率达到95%以上。纬达光电2009年为公司带来2000万的利润。

### （1）偏光膜市场概述

我国偏光膜生产规模很小，主要供应窄幅小尺寸的TN无源单色扭曲向列型液晶显示器、STN无源单色超扭曲向列型液晶显示器产品，主要生产厂家为深纺乐凯、温州侨业、佛山纬达光电（佛塑控股）等。

目前，我国大陆企业还不能供应TFT-LCD偏光膜，主要生产TN型和STN型偏光膜，用于相对低阶的产品。

表 4：偏光板的各种类别和应用

类别	TN型偏光膜	STN型偏光膜	TFT型偏光膜
碘系	计算器、手表、太阳眼镜、游戏机	PDA、行动电话	笔记本型计算机、桌上型PC、临控器、液晶电视
染料系	车载、船舶用	低阶显示器	汽车导航器（低阶）投影机、汽导航器

数据来源：东莞证券研究所

### （2）公司偏光膜产品定位准确

公司找准定位，在3D显示屏上全球市场占有率达到80-90%，毛利率分布在20-60%之间，目前产能利用率已经超过100%。从行业人士处了解到，2005年开始，深圳、东莞曾有厂商生产偏光膜产品，但是均不能解决技术问题而陷入亏损，目前公司是国内较大规模生产偏光膜的寡头企业。虽然公司只能生产低价产品，但是足以在市场占据竞争优势，并在细分市场优势明显（大型TFT厂商产品应用于低价产品无成本优势，而一般厂商又存在技术壁垒）。从公司的财务状况开看，毛利率迅速上升，成长很快。预计3D偏光膜的持续盈利能力可保持2-3年。

### （3）纬达光电的经营及发展状况

纬达光电材料项目是佛塑新材料工业园其中的一个重点项目，是公司的控股子公司，成立于2004年1月17日。由公司于亚化光电、亚化国际共同出资成立，出资比例分别为55%，22.1%，22.9%注册资本为956万美元。主要生产经营偏光膜、光电材料、光学薄膜及光电粘胶制品。首期将整体引进一条偏光膜生产线，上产偏光膜产品（偏光膜是液晶显示器的关键零部件）。09年产能为100万平方米，目前处于满产，二期产能扩张现在处于建设

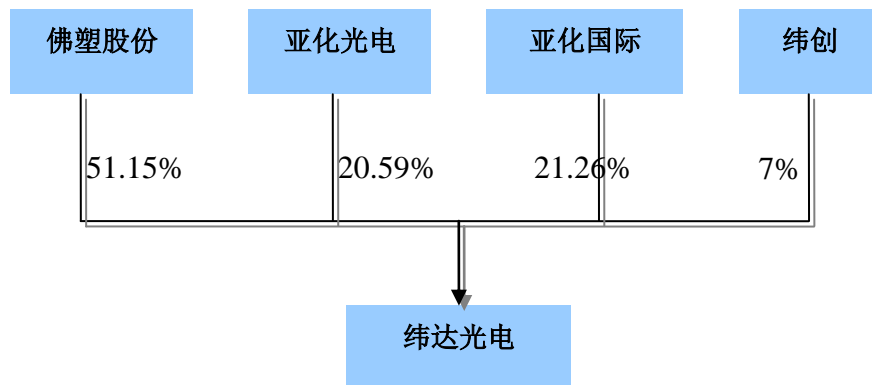


当中，二期产能为80万平方米，预计2011年开始投产。

2009年11月30日，伟达公司向原股东利润分配人民币2335.72万元（折合341.98万美元），各股东以伟达公司分配的人民币利润转为投资对公司增资，且均为注册资本。其中本公司新增投资188.09万美元，亚化光电新增75.71万美元，亚化国际新增78.18万美元。同时伟创公司向伟达公司新增投资169.51万美元，其中97.7万美元作为新增注册资本投资，71.81万美元进入伟达光电的资本公积。

2010年1月21日，公司公告再次对伟达光电增加注册资本至1396万美元（新增439.68美元）。增资完成后公司的股权机构为：本公司持股51.15%，亚化光电20.59%，亚化国际21.26%，伟创7%。该项目建设期为15个月，项目建成达产后，伟大公司预计可新增偏光膜产能80万平方米，达产后预计每年新增销售收入7200万元，利润总额5559.2万元。

图 8：伟达光电股权结构



资料来源：东莞证券研究所

## 2.3 与上海硅酸盐研究所强强联合，公司发力新材料产业

### （1）合作对象实力强大，为佛塑股份开创高端化产业路线开道

中国科学院上海硅酸盐研究所渊源于1928年成立的国立中央研究院工程研究所，是以基础性研究为先导，以高技术创新和应用发展研究为主体的无机非金属材料综合性研究机构，拥有多项自主开发应用型专利。研究领域涵盖了人工晶体、高性能结构与功能陶瓷、特种玻璃、无机涂层、生物环境材料、能源材料、复合材料及先进无机材料性能检测与表征等，是该领域科学研究单位中门类最为齐全的研究所，具有很强的人才优势和研究开发能力。佛塑股份与其合作，开创高端化产业路线可期。

### （2）院企联合，开拓全新利润增长点

佛塑股份与上海硅酸盐所联合，可以通过产业化已有技术，开拓新的利润增长点。首次合作项目：“高分子基复合智能节能贴膜项目”属于高技术附加值项目，产品利润率较传统薄膜产业高。节能贴膜产品起源于美国，目前在我国的玻璃贴膜的普及率已经达

到 90%以上，欧美其他国家及亚洲国家普及率在75%以上，但中国玻璃贴膜的普及率按目前不到10%，市场空间巨大。节能贴膜项目积极响应了国家住建部对建筑物节能的要求，属于新兴环保项目，我国每年有1000多万平方米的玻璃用于建筑，即使其中只有一半贴上节能贴膜，也能为其带来巨额收益。

### （3）锂离子电池关键材料制造技术，助力佛塑“锂”程

上海硅酸盐所拥有多项锂离子电池关键材料制造技术及专业研发团队，尤其在新型离子导电材料方面颇有建树。佛塑股份旗下金辉高科是国内目前最有前景的锂离子电池隔膜制造商，但是由于技术水平限制，其隔膜产品主要占据中低端市场。锂离子电池隔膜处于进口替代期，是目前最好的投资标的。未来可期待通过与硅酸盐所合作，实现技术突破，占据国内高端动力电池隔膜市场。

## 附件：中国科学院上海硅酸盐研究所储备项目一览

### 1. 项目名称：多极子阵列声波测井用高温压电材料及换能器件

**项目简介：**该项目属863资助项目，多极子阵列声波测井用高温压电材料及换能器件方面取得了重要突破。**应用领域：**用于油田测井作业。**技术指标：**声波测井用高温压电陶瓷的使用温度可达到180℃，而通常使用温度只能达到150℃。**创新内容：**在0~180℃范围内具有良好的温度稳定性。**成熟程度：**已实现了制备技术的产业化和供货。**应用前景：**该产品的性价比极具竞争力，应用前景广阔。

### 2. 项目名称：染料敏化太阳能电池

**项目简介：**与目前在市场上占主要地位的硅太阳能电池的昂贵生产成本和复杂的制备工艺相比，染料敏化太阳能电池(Dye-sensitized Solar Cell简称DSC)最吸引人的特点是其廉价的原材料和相对简单的制作工艺，且性能稳定、衰减少，具有远大的应用前景。2001年以来，随着染料敏化技术的不断进步，该电池产业化进程也在逐步加快。日本夏普计划在2009年会计年度结束前，将每 900cm<sup>2</sup>的DSC光电转换效率提高到8%，并计划推出转换效率超过10%的商业化DSC。在国内，等离子体所、理化所和化学所在中科院知识创新和“973”项目的资助下，大面积染料敏化太阳能电池取得突破，制备出效率近6%的15cm×20cm 电池组件，并于2004 年底建立起500W 的示范系统；中科院上海硅酸盐研究所在DSC研制方面也取得了突破性进展。

利用我所研制的纳米晶二氧化钛溶胶，成功开发出可丝网印刷的纳米晶二氧化钛 Paste，其成本只有商业化产品的1/15；建立了染料(N719)合成和纯化工艺，成本为商业化产品的1/20，并已申请一项国际发明专利；利用本所开发的纳米晶二氧化钛Paste，研制出具有世界领先水平的DSC，其有效面积为4.8×16.7 cm，转换效率达11.02%。

### 3. 项目名称：铜铟镓硒薄膜太阳能电池

项目简介：铜铟镓硒（CIGS）太阳电池是新一代高效率、低成本、可大规模工业化生产的薄膜太阳电池，被誉为最有前途的太阳电池之一。目前在德国和日本已经进行了一定规模的民用产业化生产，电池模块的转换效率达13%~14%。在科学界和产业界CIGS太阳电池的制备技术绝大多数为真空蒸镀法和真空溅射法。然而，由于高真空气相法制备CIGS多晶膜的各种局限性，世界各国的科学家争相开发非真空工艺。目前，上海硅酸盐所光电材料转换课题组通过多年的研究积累，已经在CIGS太阳电池的关键材料研制和电池集成工艺上取得了突破性的进展，发明了一种具有完全自主知识产权、低成本、非真空液相法制备CIGS薄膜的新工艺，开发了多种电池窗口层材料及其低成本制备工艺，研制了低In和非In的低成本N型透明导体，发现了一系列性能指标世界领先的P型透明导体材料，完成了基于液相法的CIGS电池实验集成工艺。已经具备了产业化的各项技术条件，申请了多个相关发明专利，形成了具有一定竞争力的知识产权保护体系。目前正在开展中试研究，力争实现光电转换效率10%以上，年产能达5兆瓦。

### 4. 项目名称：中温平板型固体氧化物燃料电池技术

项目简介：该项目属863重点项目和院创新项目，研究组装成功5千瓦级电池堆。应用领域：（1）大型固定电站；（2）小型分散电站；（3）车船辅助或野外军用发电设备。技术指标：电池堆开路电压60V以上，平均功率700W，工作温度750℃，峰值功率密度接近0.28W/cm<sup>2</sup>。创新内容：新型电池阴极结构设计、实现了5—6次的冷热循环。成熟程度：已经成功试运行5千瓦级电池堆。应用前景：SOFC已经成为各国争相开发的新一代能量转换技术。

### 5. 项目名称：新型可见光激发的高效光催化材料

项目简介：该项目属上海市纳米专项资助项目，获得了优异性能、高活性的铋基复合氧化物光催化纳米材料。应用领域：氨氮超低排放、高毒有机磷废水、持久性有机污染物、染织废水深度脱色等。技术指标：削减污染物的时间大幅缩短到20分钟左右，光催化活性提高了10倍，能耗降低了10倍。创新内容：在太阳光照或室内照明条件下可实现有效去除水体中有机污染物等。成熟程度：已经小批量生产并得到应用。应用前景：用于废水净化处理，具有广阔的应用前景。

### 6. 项目名称：航空发动机用高温高压加速度传感器及敏感元件

项目简介：该项目属863资助项目，所研制的高温压电加速度传感器主要性能处于国内领先水平。应用领域：主要应用于航空、航天、核能、发电、冶金、船舶和化工等军事和民用领域，用于对系统的检测和控制等。技术指标：使用温度高达450℃，灵敏度S为50pC/g，振动最大横向灵敏度比<5%，频率响应范围为10~2000 Hz。创新内容：制备

出了高性能的高温压电陶瓷材料，居里温度已达780℃。成熟程度：已实现了制备技术的产业化。

应用前景：国产化大飞机的研制和各种军用飞机都需要该产品，应用前景广阔。投资规模：1000万。

### 7. 项目名称：二氧化钒基智能节能玻璃镀膜技术

项目简介：该项目属上海重大基础研究计划资助项目，获得了高质量、世界上面积最大的二氧化钒镀膜玻璃。应用领域：窗口玻璃高效节能。技术指标：单层薄膜的可见光透过率超过70%、红外光调节率超过45%。创新内容：以水为溶剂，采用sol-gel法，工艺简单，成本低廉。成熟程度：已经研制成功尺寸达30×40cm的镀膜玻璃。应用前景：有望发展为工业化制备VO<sub>2</sub>基智能节能玻璃薄膜的新方法，市场前景广阔。投资规模：1500万。

### 8. 项目名称：大容量钠硫储能电池

项目简介：钠硫储能电池可以用于电力部门城市电网储能、可再生能源（风力、太阳能等）发电的稳定输出、分布式供电、应急电源等领域，目前只有日本、美国和加拿大等少数国家在运行钠硫储能系统。中科院上海硅酸盐研究所是目前国内钠硫电池研究实力最强的科研单位，2007年与上海电力公司合作成立了钠硫研制基地。在国家科技支撑计划、上海市重大专项的资助下，于2007年1月研制成功了大容量650Ah的单体电池，2009年2月建成年产2MW模块中试线。单体电池主要性能指标：单电池容量650Ah，电压2V，寿命1000次；电池组单次退化小于0.2%；效率>90%。电池模块主要性能指标：每个模块由25个单体电池组成，功率约3.3千瓦，能量转化效率不低于80%、充放电循环不低于1000次。要解决稳定可再生能源的电力稳定输出和国家常规电力紧缺，大容量储能是最有效的途径，在用电需求量小时将多余的电能储存起来，在需求大于供给时补充电能。利用分布式的储能电站可以使可再生能源得到充分利用，还可以使电网智能化，在关键时刻辅助供电或传输电能，如在供电负荷需求峰值时刻、在强制停电或供电中断的情况下提供稳定的电能。

## 3. 盈利预测及投资评级

基本假设如下：

※ 受益落后产能的淘汰和高毛利率产品比重提升，公司毛利率逐年回升。预计2010~2012年毛利率分别为15%、15%和16%；

※ 金辉高科的二期扩产项目将于2011年投产，保守估计2012年才全面达产，公司投资收益2010年保持稳定增长，2011-2012年才出现大幅增长。

※ 由于公司房地产项目存在一定不确定性，我们盈利预测不包含房地产业务影响。

表 5：公司盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,302.82	3,699.13	3,514.18	4,041.30	4,849.57
营业总成本	4,547.56	3,707.89	3,387.80	3,735.99	4,445.89
营业成本	4,105.93	3,278.48	2,987.05	3,435.11	4,073.64
营业税金及附加	5.75	7.16	6.33	7.27	8.73
销售费用	71.76	68.78	63.26	72.74	87.29
管理费用	173.45	214.68	165.17	181.86	218.23
财务费用	149.94	121.99	156.00	29.00	48.00
资产减值损失	40.72	16.80	10.00	10.00	10.00
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.02	61.78	80.00	90.00	120.00
其中 对联营和合营投资	45.02	61.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	-199.72	53.03	206.38	395.32	523.68
加 营业外收入	5.70	6.68	8.00	10.00	10.00
减 营业外支出	2.00	0.66	1.00	1.50	1.50
利润总额	-196.02	59.06	213.38	403.82	532.18
减 所得税	-1.82	21.32	53.34	100.95	133.04
实际所得税率	0.93%	36.10%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	-194.20	37.74	160.03	302.86	399.13
减 少数股东损益	1.47	31.46	3.55	12.00	25.00
归母公司所有者的净利润	-195.67	6.28	156.48	290.86	374.13
最新总股本(万股)	61,255	61,255	61,255	61,255	61,255
基本每股收益(元)	-0.32	0.01	0.26	0.47	0.61
市盈率（倍）	-55.94	1741.93	69.95	37.63	29.26

资料来源：东莞证券研究所

我们根据2008~2009年报表情况对公司盈利进行预测，预计佛塑股份2010~2012年的EPS为0.26、0.47、0.61元/股，对应市盈率为70、38和29倍，短期公司估值压力仍然存在，但考虑到新大股东广新外贸入主后公司营业状况重新回归快速增长轨道，且2010年公司盈利即有望创出上市以来新高（预计10年盈利为1.56亿元，历史盈利高峰为2003年1.18亿元）；另外，公司与上海硅酸盐研究所的战略合作协议签订为公司向新材料产业进军打下坚实的技术基础。综合考虑，我们认为公司仍是值得期待的中长线投资品种，给予公司“推荐”评级。

## 4. 风险因素



### （1）公司借款较多，偿债能力稍差

根据公司公布的2009年年报，公司短期借款15亿元，一年内到期的长期借款0.5亿元，长期借款1.3亿元，公司资产负债率高达66%公司短期偿债压力较大。公司2009年度财务费用高达1.2亿元，严重侵蚀公司的利润。不过，广新外贸的入主将会大大缓解公司面临的资金压力。

### （2）高端薄膜扩产和房地产业务进度可能低于预期

由于房地产开发经营活动受国家对宏观经济调控及房地产投资和经营决策的影响，存在一定的市场风险。



利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)	3,699	3,514	4,041	4,850
营业总收入	3,278	2,987	3,435	4,074
营业成本	7	6	7	9
营业税金及附加	69	63	73	87
销售费用	215	165	182	218
管理费用	122	156	29	48
财务费用	17	11	12	15
资产减值损失	62	80	90	120
其他经营收益	53	206	393	519
营业利润	59	213	402	528
利润总额	21	53	100	132
减 所得税	38	160	301	396
净利润	31	4	12	21
减 少数股东损益	6	155	289	375
归母公司净利润	3,699	3,514	4,041	4,850
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)				
货币资金	483	-120	46	506
应收账款	319	299	344	412
预付账款	228	164	189	224
存货	525	351	404	485
其它	182	170	173	177
流动资产合计	1,737	864	1,155	1,805
长期股权投资	483	480	500	500
固定资产合计	1,723	1,700	1,900	1,900
长期待摊费用	3	1	0	0
其它	243	231	214	206
非流动资产合计	2,452	2,412	2,614	2,607
资产总计	4,189	3,277	3,769	4,411
短期借款	1,503	703	808	970
应付账款	588	448	515	611
预收款项	55	45	52	61
其它	458	337	331	337
流动负债合计	2,604	1,533	1,706	1,979
长期借款	133	123	141	170
其它	75	47	28	18
非流动负债合计	208	170	169	187
负债合计	2,774	1,702	1,893	2,184
实收资本	613	613	613	613
资本公积	616	616	616	616
留存收益及其它	187	347	648	999
所有者权益合计	1,415	1,575	1,876	2,227
负债和权益总计	4,189	3,277	3,769	4,411

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)	38	160	301	396
净利润	185	168	165	118
折旧与摊销	113	163	36	40
财务支出	-62	-80	-90	-120
投资损失	41	-2	-57	-78
净营运资本变动	315	409	355	356
经营活动现金流	-21	-119	-367	-121
资本支出	27	80	90	120
其它投资	6	-39	-277	-1
投资活动现金流	8	-0	0	0
股权融资	2,328	-810	124	190
债券融资	-112	-163	-36	-85
股利分配及其它	2,223	-973	87	105
筹资活动现金流	2,544	-603	166	460
货币资金净变动	38	160	301	396
主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
科目				
成长能力(YOY)				
营业收入	-14.03%	-5.00%	15.00%	20.00%
营业利润	-126.55%	288.05%	90.97%	32.10%
归母公司净利润	-103.21%	2371.96%	86.10%	29.60%
盈利能力				
销售毛利率	11.37%	15.00%	15.00%	16.00%
销售净利率	0.17%	4.42%	7.15%	7.73%
ROE	2.67%	10.13%	16.05%	17.77%
ROIC	-1.73%	4.26%	12.18%	12.19%
偿债能力				
资产负债率	4.26%	12.18%	12.19%	13.71%
流动比率	0.67	0.56	0.68	0.91
速动比率	0.47	0.33	0.44	0.67
营运能力				
资产周转率	0.88	0.94	1.15	1.19
存货周转率	7.16	6.82	9.09	9.16
应收账款周转率	10.55	11.39	12.59	12.83
每股指标				
每股收益	0.01	0.25	0.47	0.61
每股经营现金流	0.51	0.67	0.58	0.58
每股净资产	1.87	2.13	2.60	3.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.07
估值指标				
PE	1762.40	71.30	38.31	29.56
PB	9.66	8.51	6.96	5.77
EV/EBITDA	39.71	27.17	24.58	21.59

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 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，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn