

佛塑股份 (000973)

增持/维持评级

股价: RMB15.31

分析师

李辉

SAC 执业证书编号:S1000510120051

(0755)8236 4424

lihuiys@mail.htlhsc.com.cn

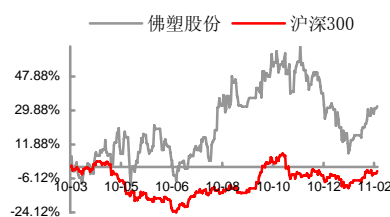
相关研究

《膜王归来》20101021

基础数据

总股本 (百万股)	613
流通 A 股 (百万股)	613
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	9,378

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

转型初见成效, 新材料大放光彩

- 佛塑股份披露 2010 年年报。公司 2010 年实现营业收入 37.52 亿元, 比上年同期增长 1.43%; 实现利润 2.85 亿元, 同比增长 383.3%; 归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元, 比 2009 年增长 26.55 倍; 实现每股收益 0.283 元。业绩基本符合我们此前预期。
- 战略转型初见成效。**公司在收入保持不变的情况下, 净利润大幅增长, 主要依靠战略转型, 淘汰落后产能减少亏损和新材料扩产。2010 年公司强化内部管理, 三项费用同比有所下降。
- BOPP 景气回升。**分季度看, 公司季度盈利能力环比逐渐提升。主要原因是 BOPET 价格上涨带来的投资收益大幅上升, 4 季度 BOPP 价格也大幅上涨超过 2000 元/吨。BOPP 行业 2009 年至今全行业亏损, 扩产期已过, 需求保持 20% 的稳定增长, 预计 2011 年 BOPP 行业将景气回升。以吨加工费 2500 元的合理价格测算, BOPP 业务将为公司贡献 0.1 元业绩。
- 新材料大放光彩。**2010 年公司偏光片净利润同比增长 68%, 隔膜净利润同比增长 76.4%, 主要原因是相关产品产销量大幅增长。公司通过技改, 隔膜产能由 700 万平米/年提高至目前的 2200 万平米/年, 偏光片产量也大幅增长。2011 年公司新装置建成, 隔膜产能增长 1 倍, 隔膜产能增长 2 倍, 预计相关业务仍将大幅度增长。2010 年以来, 公司新产品研发进度明显加快, 并有多项发明获奖, 技术优势凸显无疑。
- 估值偏低, 维持增持评级。**不考虑房地产业务贡献, 我们上调公司 2011 年-2012 年的 EPS 分别至 0.41 元、0.55 元, 上调幅度为 17% 和 14.5%。根据我们测算, 公司房地产业务 NAV 估值约 33 亿, 对应 5.5 元/股。扣除土地价值, 对应 2011 年 PE23.9 倍, 2012 年 PE17.8 倍。公司处于战略转型期, 薄膜技术优势明显, 未来快速增长明确, 当前股价具有较强安全边际。新产品为公司带来持续成长性, 业绩存在继续上调的可能, 继续给予增持评级。
- 风险提示。**国内经济二次探底, 行业竞争加剧。佛山地产价格大幅下跌, 导致地产项目估值低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3751.9	4096.0	4504.0	4765.0
(+/-%)	1.4	9.2	10.0	5.8
归属母公司净利润(百万元)	173.1	251.0	339.0	415.0
(+/-%)	2654.7	45.0	35.1	22.4
EPS(元)	0.28	0.41	0.55	0.68
P/E(倍)	54.2	37.4	27.7	22.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

转型见初效.....	4
BOPP 行业逐渐复苏	5
新材料大放光彩	6
估值及盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图 1: 佛塑股份盈利能力明显提升	4
图 2: BOPP 价格快速上涨	5
图 3: BOPP 价格快速上涨	5
图 4: BOPP 需求稳定增长	6
图 5: 隔膜业务利润将大幅增长	6
表格 1: 主要子公司业绩变化	4

佛塑股份披露 2010 年年报：公司 2010 年实现营业收入 37.52 亿元，比上年同期增长 1.43%；实现利润 2.85 亿元，同比增长 383.3%；归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，比 2009 年增长 26.55 倍；实现每股收益 0.283 元。

公司业绩基本符合我们此前预期，公司在收入基本保持不变的情况下，净利润大幅增长，主要依靠淘汰落后产能减少亏损和新材料扩产带来的利润上升。

转型见初效

产品结构调整带来业绩大幅提升。佛塑股份过去大而不强，传统业务亏损拖累公司整体业绩，技术优势无法发挥。广新集团入主后，公司确定了“调结构、强管理、强创新”的整体工作思路。公司大力发展高技术高附加值产品、利用厂房搬迁的机会，关闭淘汰落后产能及亏损企业、改造低效生产线等。种种措施，使得公司提高传统业务的盈利能力，新材料的业绩也大幅增长。

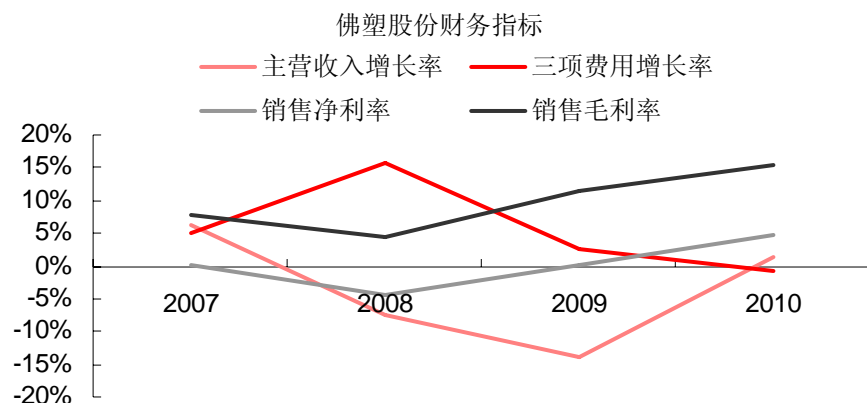
表格 1：主要子公司业绩变化

公司	2009 年净利润（万元）	2010 年净利润（万元）
纬达光电	6948.02	11695.95
无锡环宇	-3236.50	-1915.01
金辉高科	3828.83	6753.89
杜邦鸿基	10271.61	26069.94
母公司	1155.11	10799.95

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

三项费用下降。2010 年公司强化了内部管理，利润大幅增长的同时三项费用甚至有所下降。公司 2010 年仅管理费用增长 2 千万，主要原因是研发费用增加 2747 万以及职工薪酬增加 1800 万。

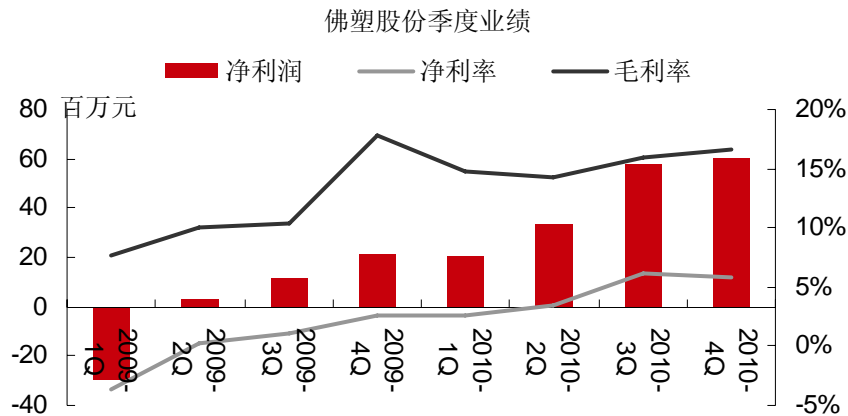
图 1：佛塑股份盈利能力明显提升



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

季度业绩环比逐渐上升。分季度看，公司 3、4 季度盈利能力明显提升，净利润分别为 5795 万元和 6048 万元。下半年业绩明显提升，主要原因是 BOPET 价格上涨带来的投资收益明显上升，4 季度 BOPP 价格也大幅回升，环比上涨超过 2000 元/吨。

图 2： BOPP 价格快速上涨

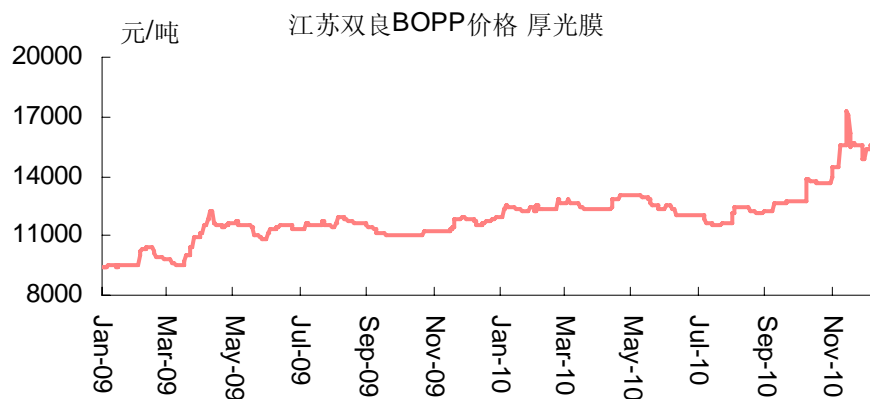


资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

BOPP 行业逐渐复苏

BOPP 行业 10 月份以来价格快速上涨，由前期 12000-13000 元/吨涨至目前 16000 元/吨左右水平，行业恢复正常的盈利能力。

图 3： BOPP 价格快速上涨

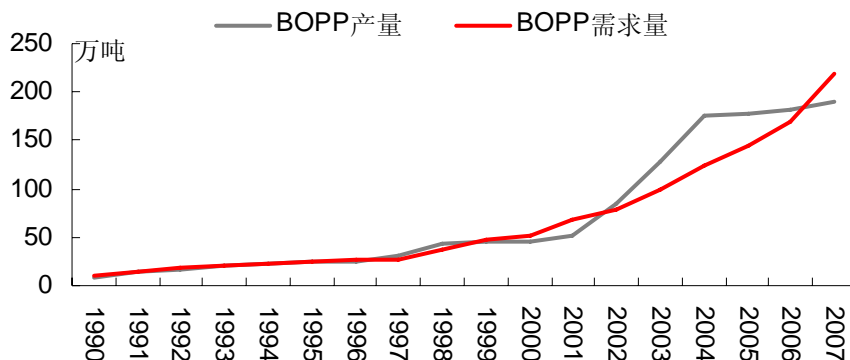


资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

BOPP 行业经历了 07 年到 08 年的产能快速扩张和经济危机的双重打击，2009 年至今行业处于景气低谷，2010 年 BOPP 甚至处于全行业亏损，产能未来 2 年基本不会增长。

BOPP 下游主要应用于食品包装等消费领域，因为需求一直保持 20% 左右的稳定增长。未来 1-2 年，产能过剩情况将逐渐缓解，BOPP 行业处于逐渐复苏阶段，我们判断佛塑股份传统薄膜业务盈利能力有望回升。

图 4: BOPP 需求稳定增长



资料来源: 大东南招股说明书、华泰联合证券研究所

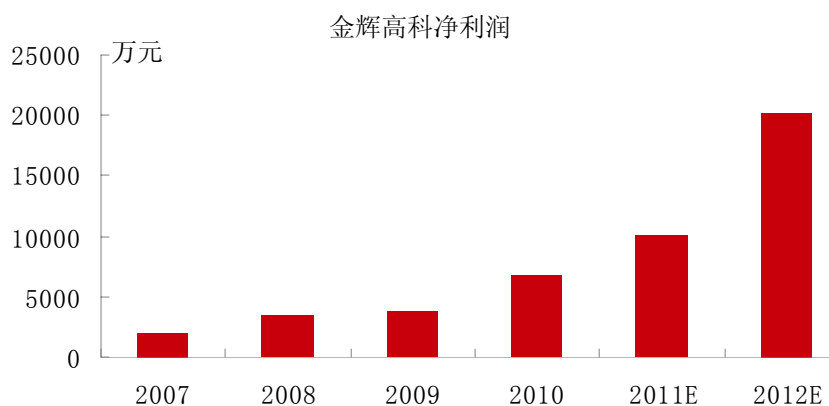
行业协会估计, 对于规模以上 BOPP 企业, 吨加工费 1700 元是企业的盈亏平衡线。我们认为明年 BOPP 行业景气复苏的背景下, 行业的吨毛利应维持在 2500 元/吨的合理水平。以此推算, 传统业务盈利提升将增厚公司业绩约 0.1 元/股。

新材料大放光彩

公司锂电池隔膜业务 2010 年收入达到 1.39 亿元, 同比增长约 50%, 净利润 6754 万元, 同比增长 76.4%。隔膜收入和利润大幅增加, 我们认为主要是因为公司隔膜产销量大幅增长。通过技术改进, 公司隔膜设备的拉伸速度提升, 产能已经由早期的 700 万平米/年提高至目前的 2200 万平米/年, 良品率明显提升, 单位隔膜的成本也有明显下降。

公司新建的 4500 万平米隔膜生产线目前建设进展顺利, 预计将于年中投产, 公司隔膜产能将实现 2 倍增长, 以目前产品盈利能力测算, 将实现净利润 2 个亿, 对应公司每股收益 0.15 元。

图 5: 隔膜业务利润将大幅增长



资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

目前日本进口 3C 电池隔膜售价在 15-20 元/平米，进口动力电池隔膜售价约 25-30 元/平米，而公司隔膜售价仅为 7-8 元/平米。由此可见，产品档次提升后价格和盈利仍有较大提升空间。公司产品已经在国内占有一定市场份额，产品质量明显领先，并已有部分笔记本电池隔膜和电动自行车隔膜量产。随着新装置投入运行和后续开发，我们认为公司产品档次仍有提升空间，动力电池隔膜依然值得期待。

2010 年公司偏光片业务同样实现大幅增长。子公司纬达光电实现销售收入 4.24 亿元，同比增长 70%，净利润 1.17 亿元，同比增长 68.33%，净利润率高达 27.5%。随着 2011 年公司 80 万平米新生产线投产，预计偏光片业务仍将有较大幅度增长。

2010 年以来，公司新产品研发进度明显加快。公司先后公告投资建设薄膜试验线、太阳能背光板 PVDF 膜、与中国科学院上海硅酸盐研究所签订战略合作协议、新产品 TPE 保湿透气膜研发成功等。公司年报披露，2010 年公司申报各类科技计划项目十五项，目前已有九个项目获得立项；组织申报科技奖励及专利奖九项，其中七项获奖；此外，公司还获得国家授权专利共六项，其中发明专利两项。上述事实再次印证我们此前判断：公司在薄膜领域的持续研发能力以及广新集团入主之后带来的战略和管理水平提升，才是公司投资价值的核心所在（详见我们此前报告《膜王归来》）。如果考虑上述新产品投产后的贡献，公司业绩完全存在继续上调的空间。

估值及盈利预测

不考虑房地产业务贡献，我们上调公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别至 0.41 元、0.55 元和 0.68 元，上调幅度为 17%和 14.5%。公司列入旧城改造计划的 621 亩土地，根据我们测算，房地产业务 NAV 估值约 33 亿，对应 5.5 元/股。扣除土地价值，对应 2011 年 PE23.9 倍，2012 年 PE17.8 倍。

公司处于战略转型期，薄膜技术优势明显，未来快速增长明确，当前股价具有较强安全边际。新产品为公司带来持续成长性，业绩存在继续上调的可能，继续给予增持评级。

风险提示

- 1、国内经济二次探底，下游需求萎缩，行业竞争加剧。
- 2、宏观调控力度加大，佛山地产价格下跌，导致地产项目估值低于预期。
- 3、新增产能投产进度低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2193	2836	3574	4535	营业收入	3752	4096	4504	4765
现金	425	1004	1604	2477	营业成本	3171	3354	3574	3714
应收账款	319	332	365	386	营业税金及附加	7	8	9	9
其他应收款	31	35	38	41	营业费用	60	66	70	71
预付账款	148	151	161	167	管理费用	235	246	257	262
存货	1128	1150	1226	1274	财务费用	107	108	111	116
其他流动资产	6	164	180	191	资产减值损失	29	14	15	16
非流动资产	2264	2134	1999	1860	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	593	593	593	593	投资净收益	142	120	110	100
固定资产	1292	1267	1187	1079	营业利润	284	421	578	676
无形资产	178	170	162	154	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	105	57	33	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	4456	4970	5572	6395	利润总额	285	421	578	676
流动负债	2398	2441	2484	2511	所得税	35	51	69	81
短期借款	1492	1492	1492	1492	净利润	251	371	509	595
应付账款	374	402	429	446	少数股东损益	78	120	170	180
其他流动负债	0	547	563	574	归属母公司净利	173	251	339	415
非流动负债	425	525	575	775	EBITDA	391	659	825	932
长期借款	100	200	250	450	EPS (元)	0.28	0.41	0.55	0.68
其他非流动负	0	325	325	325	主要财务比率				
负债合计	2822	2966	3059	3286	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	314	434	604	784	成长能力				
股本	613	613	613	613	营业收入	1.4%	9.2%	10.0%	5.8%
资本公积	616	616	616	616	营业利润	435.5	48.4%	37.3%	16.9%
留存收益	91	342	681	1096	归属母公司净利	2654.7	44.9%	35.2%	22.4%
归属母公司股	1320	1570	1909	2324	获利能力				
负债和股东权	4456	4970	5572	6395	毛利率(%)	0.0%	18.1%	20.6%	22.1%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	6.1%	7.5%	8.7%
单位: 百万元					ROE(%)	13.1%	16.0%	17.8%	17.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.2%	21.7%	28.8%	34.4%
经营活动现金	213	466	551	690	偿债能力				
净利润	251	371	509	595	资产负债率(%)	63.3%	59.7%	54.9%	51.4%
折旧摊销	0	129	136	139	净负债比率(%)	141.35	57.96	57.83	59.92
财务费用	89	108	111	116	流动比率	0.91	1.16	1.44	1.81
投资损失	-142	-120	-110	-100	速动比率	0.44	0.68	0.94	1.29
营运资金变动	0	-63	-101	-64	营运能力				
其他经营现金	266	41	6	4	总资产周转率	0.87	0.87	0.85	0.80
投资活动现金	-113	121	110	100	应收账款周转率	12	12	12	11
资本支出	476	0	0	0	应付账款周转率	6.60	8.64	8.60	8.49
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	121	110	100	每股收益(最新	0.28	0.41	0.55	0.68
筹资活动现金	-61	-8	-61	84	每股经营现金流	0.35	0.76	0.90	1.13
短期借款	-11	0	0	0	每股净资产(最	2.67	2.56	3.12	3.79
长期借款	-33	100	50	200	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	54.18	37.40	27.66	22.59
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.74	5.97	4.91	4.03
其他筹资现金	-17	-108	-111	-116	EV/EBITDA	29	16	12	11
现金净增加额	0	579	599	873					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合证券”) 客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息, 我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易, 包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华泰联合证券研究所客户服务部, 并需注明出处为华泰联合证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn