

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

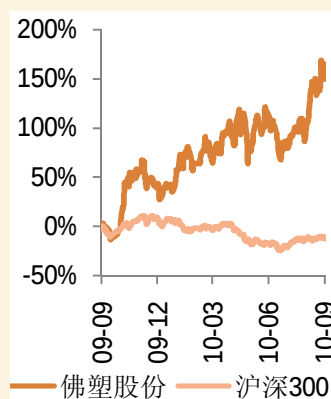
冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

张 俊

Tel: 021-68634518-8646



基本数据(09.15)

收盘价(元)	15.98
总股本(百万股)	612.55
流通股本(百万股)	514.87
总市值(亿元)	97.89
流通市值(亿元)	82.28
PE TM	111.5
每股净资产	1.96
评级:	买入
目标价:	18.5元

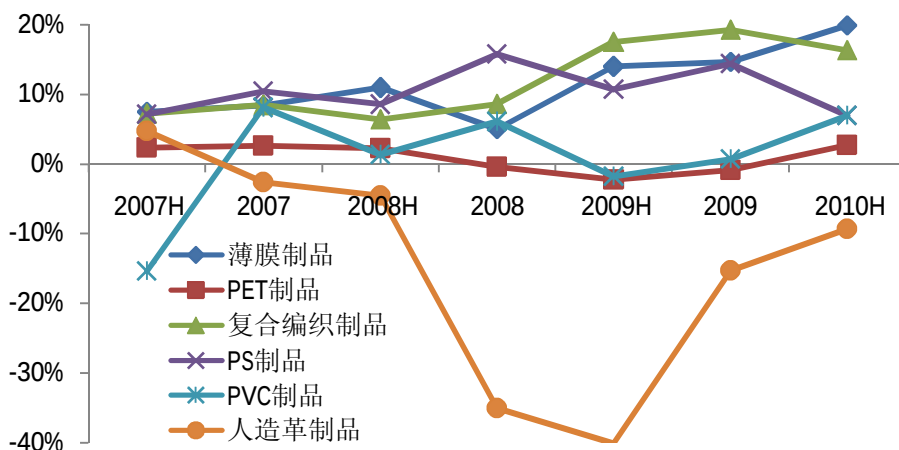
投资要点

- ❖ **公司在塑料领域积累丰富，广新外贸集团控股后公司发展战略调整。**公司在塑料领域处于国内领先水平，但行业状况使得公司PET、PVC和BOPP产品盈利能力均较差。去年广新外贸集团入主以来，逐步淘汰或改造落后产能，重点发展电池隔膜、偏光膜、节能贴膜、太阳能背板膜等高技术高附加值产品。
- ❖ **杜邦鸿基薄膜是公司投资净收益的主要来源。**杜邦鸿基是国内产销规模最大和具有世界一流技术水平的BOPET生产企业，净利润水平逐年提升，预计今年在1.7亿元左右。杜邦鸿基贡献了公司投资收益的80%，将对今年业绩较大促进。
- ❖ **纬达光电成长迅速，产能扩张后盈利将锦上添花。**纬达光电年产偏光片100万平方米，扩产项目80万平米产能将于明年中期释放。公司在影院3d眼镜方面的全球市场占有率达80%~90%，处于垄断地位。而未来公司对于高端偏光膜产品的推进(3d电视和游戏用)，也将进一步提升公司的发展空间。
- ❖ **金辉高科的电池隔膜业务蒸蒸日上，动力隔膜短期难获突破。**金辉公司现产能为1200万平米，二期工程将于2011年下半年新增4500万平米产能。佛塑公司承担了国家863项目动力隔膜的研发，但我们认为短期内难以在技术上实现突破，近期金辉高科的主要看点还是来源于产能扩张和对小型锂电池隔膜的进口替代。
- ❖ **拟向太阳能用产品及节能玻璃贴膜方向拓展。**公司拟与广新投资控股投资“晶硅太阳能电池用PVDF膜及背板研发项目”，主要用于太阳能电池板的封装和保护。公司拟与上海硅酸盐研究所合作进行“高分子基复合智能节能贴膜项目”，此贴膜对建筑、汽车、轮船等起到节能的效果，未来有望大规模推广应用。
- ❖ **房地产业务估值6元。**公司拥有155.55亩工业改商用土地，计划建筑面积分别为18.6和20.6万平米。估算总收入约为34.5亿元，每股价值在1.5元。公司在禅城区共有13宗土地共621.06亩，估算每股价值在5.96元。
- ❖ **评级买入，目标价18.5元。**预测公司2010~2012年EPS0.21、0.32、0.48元(未考虑房地产业务)，通过业绩估值和分公司估值两种方法，我们认为公司的合理价值在18.5元。由于公司正处于“淘汰落后产能+转型新能源新材料”的过渡阶段，我们长期看好公司发展前景，给予买入评级。
- ❖ **风险提示。**传统塑料产品持续亏损拖累业绩；新兴业务发展低于预期。

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3699	3591	3620	3853
收入同比(%)	-14%	-3%	1%	6%
归属母公司净利润	6	127	197	296
净利润同比(%)	-97%	1919%	55%	50%
毛利率(%)	11.4%	15.2%	17.5%	19.9%
ROE(%)	0.5%	10.0%	13.4%	16.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.01	0.21	0.32	0.48
P/E	1557.70	77.14	49.72	33.09
P/B	8.54	7.69	6.66	5.54
EV/EBITDA	31	19	15	12

Ø 公司在塑料领域积累丰富，但行业产能过剩造成盈利能力差。公司是中国制造业 500 强企业，拥有广东省内唯一的塑料研发中心和最齐全的塑料薄膜试验线，在双向拉伸、压延和编制复合材料方面国内领先，是 PP、PVDC 薄膜等标准的起草单位。公司 PET、PVC 和 BOPP 产品盈利能力均较差，行业现状是主要原因，包括不掌握上下游定价权、产能过剩等多种因素。

图 1、公司各产品的毛利率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

Ø 广新外贸集团控股后公司治理水平提升，发展战略调整。去年广新外贸集团入主以来，对公司的管理进行了变革。围绕“调结构、强管理、强创新”的思路，采取了一系列措施，其中最主要的是拓展高技术高附加值产品、关闭淘汰落后产能及亏损企业、改造低效生产线等。近期公司的 3 亿元投资全部用于新能源新材料领域，未来公司将重点发展电池隔膜、偏光膜、节能贴膜、太阳能背板膜等新型产品，这些业务的业绩增长和盈利能力均将超越传统的塑料制品业务。

表 1、2009 年对业绩贡献超千万的子公司

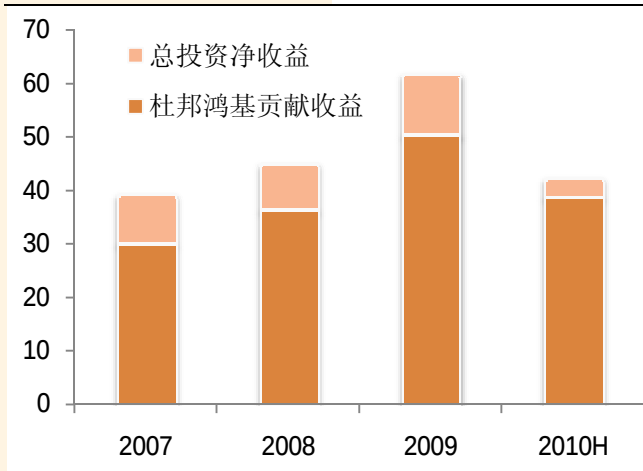
单位：百万元	净利润	持股比例	权益净利润
佛山纬达光电材料(并表)	69.48	55%	38.21
无锡环宇包装材料(并表)	-32.37	50%	-16.18
佛山市三水顺通聚酯切片(并表)	-19.11	100%	-19.11
佛山市金辉高科光电材料(并表)	38.29	48.125%	18.43
佛山杜邦鸿基薄膜(不并表)	102.72	49%	50.33
合计			71.68

数据来源：湘财证券研究所

Ø 杜邦鸿基薄膜是公司投资净收益的主要来源。由杜邦帝人薄膜和佛塑集团合资成立，是国内产销规模最大和具有世界一流技术水平的双向拉伸聚酯薄膜 BOPET 生产企业。产品共分为包装膜、工业膜、电子材料、影像膜、特种膜、磁性材料，广泛应用于包装、工业、电子、电器等用途。杜邦鸿基的净利润水平逐年提升，09 年净利率高达 14%，预计全年净利润在 1.6 亿元左右。杜邦鸿基贡献了公司投资收益的 80%，今年上半年达 3879 万元，预计全年可达八千万

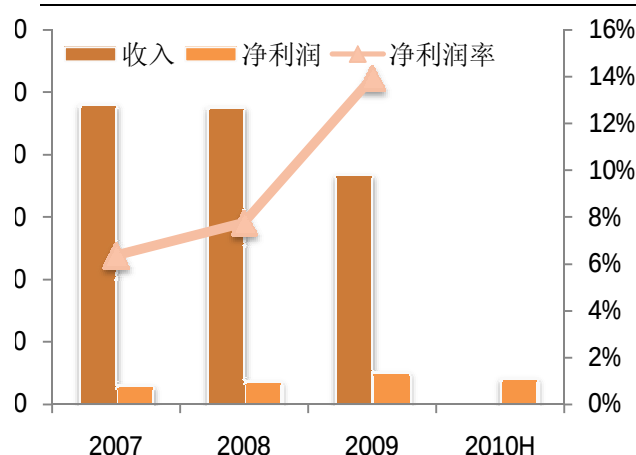
元以上，将对公司今年业绩产生较大的促进作用。

图 2、杜邦鸿基在公司投资收益中的占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

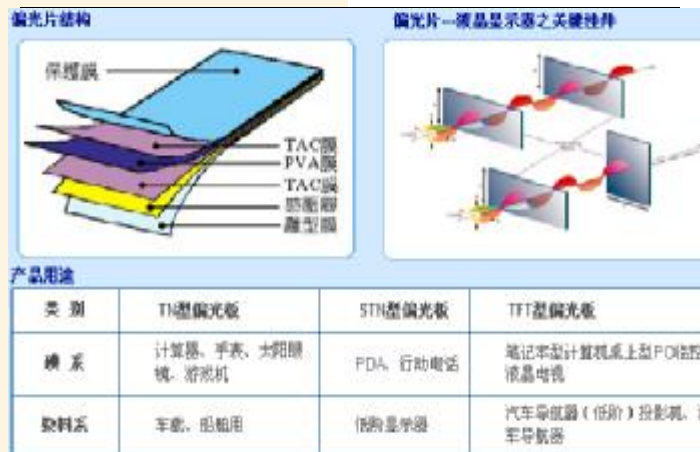
图 3、杜邦鸿基的收入及净利润(百万元)



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

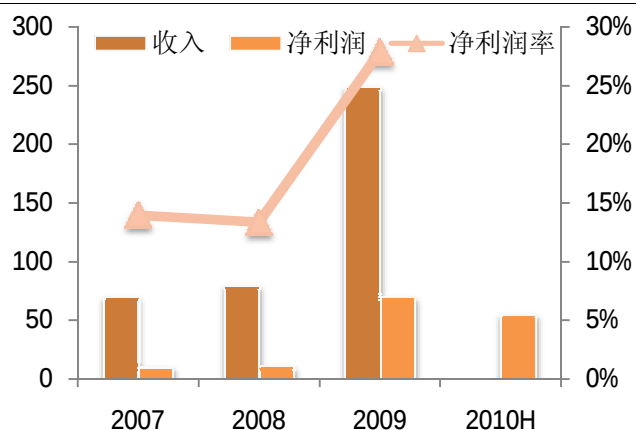
Ø 纬达光电成长迅速，产能扩张后盈利将锦上添花。纬达光电由佛塑集团和台湾亚洲化学合资成立，是生产液晶显示器LCD用偏光片的专业生产厂商，通过引进日韩先进技术和全套生产线，年产偏光片100万平方米。今年1月公司追加投资进行80万平方米的偏光膜扩产项目，预计可增加收入1.57亿，利润总额2581万元。增资后股权比例变更为51.15%，预计项目将于明年中期投产。

图 4、纬达光电的产品及应用领域



数据来源：纬达光电、湘财证券研究所

图 5、纬达光电的收入及净利润(百万元)

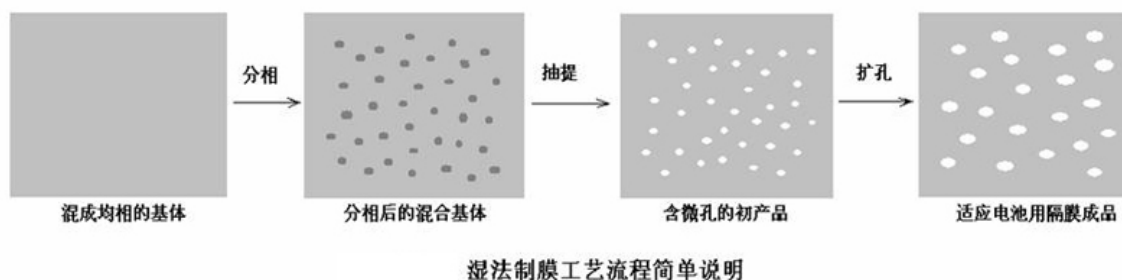


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

Ø 3D偏光片的需求市场乐观，纬达光电发展空间巨大。公司在影院3d眼镜方面的全球市场占有率达80%~90%，处于垄断地位。以全球目前的7000块3d大银幕、每块银幕700人估算，需要眼镜500万副，约5万平方米；而国外的观影3d眼镜一般为一次性产品，也就是说公司生产的偏光膜一定程度上属于耗材，每年的市场容量将达百万平方米以上。而未来公司对于高端偏光膜产品的推进(3d电视和游戏的蓬勃发展正持续催生对高端偏光眼镜的需求)，也将进一步提升公司的发展空间。

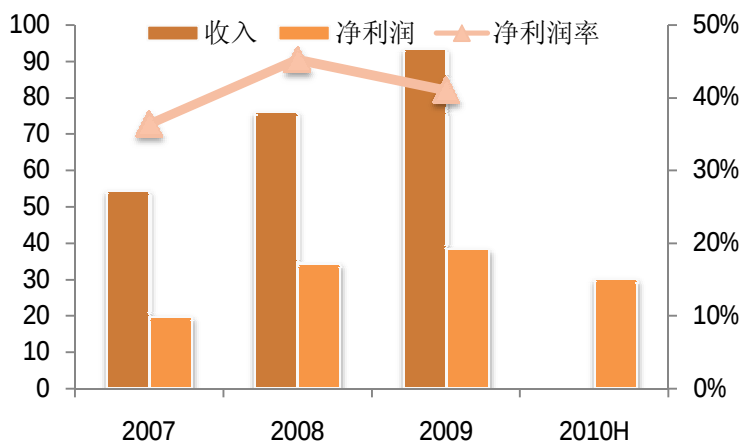
Ø **金辉高科的电池隔膜业务蒸蒸日上。**国内隔膜以中低端产品为主，80%以上依然需要依赖进口。内资企业的产能在1.3亿平米，主要应用于消费类电子领域，金辉公司现产能为1200万平米(产能利用率100%以上)，市场占有率10%左右。09年10月，公司通过了扩产计划，金辉二期工程拟增加产能4500万平米，预计2011年下半年投产后新增销售收入22903万元、税后利润6250万元。(产品价格约在5元/平米，仍然属于较低端的产品)

图 6、公司采用的湿法制膜工艺



数据来源：金辉高科、湘财证券研究所

图 7、金辉高科的收入和净利润(百万元)



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

Ø **动力电池隔膜还处于研发状态，短期难以实现突破。**动力电池对隔膜的一致性要求极高，国内现有的隔膜生产技术对于厚度、强度、孔隙率不能得到整体兼顾，量产批次稳定性较差。佛塑公司承担了国家863项目动力隔膜的研发任务，但我们认为短期内难以在技术上实现突破，近期金辉高科的主要看点还是来源于产能扩张、对小型锂电池隔膜的进口替代。

Ø **拟开展太阳能用PVDF膜及背板项目研发。**公司7月29日公告拟与广新投资控股投资“晶硅太阳能电池用PVDF膜及背板研发项目”，预计产量为200吨，研发成果收益按广新投资40%，佛塑股份与研发团队共60%分成。PVDF膜拥有很强的耐磨性、抗冲击性和抗紫外线性能，主要用于封装；而太阳能电池背板通过阻隔水蒸汽渗透，可以起到保护光伏组件中的电池片的作用。

Ø 与硅酸盐所合作拟开发节能玻璃贴膜。公司8月24日发布公告，拟与上海硅酸盐研究所合作进行“高分子基复合智能节能贴膜项目”，此贴膜用于玻璃可以产生“光强度-透光率”智能反应，对建筑、汽车、轮船等起到节能的效果，项目成功后有望大规模推广应用，一定程度上可替代节能玻璃的作用。

Ø 投资电容器用金属化膜和BOPP烟膜。

Ø 房地产业务估值6元。公司在轻工三路9、11号及汾江北路82号拥有155.55亩工业改商用土地，新成立的卓越房地产公司委托珠江投资进行管理，计划建筑面积分别为18.6和20.6万平米。根据9月3日数据，佛山市住宅成交均价为8811元/平米，以此估算，总收入约为34.5亿元，每股价值在1.5元。公司在禅城区共有13宗土地共621.06亩，以目前的房地产行情估算，每股价值在5.96元。

表 2、公司的房地产价值估算

	土地面积 (亩)	土地成本 (亿元)	转让价格 (亿元)	建筑面积 (万平米)	销售收入 (亿元)	净利润 (亿元)
现有3宗	155.55	2.28	6.255	39.2	34.5	9.15
共计13宗(估算)	621.06	9.1	24.97	156.51	137.75	36.53

数据来源：湘财证券研究所

Ø 不考虑房地产业务，EPS为0.21/0.32/0.48元。根据分产品业绩预测，薄膜制品业务收入变化不大，毛利率将由于电池隔膜的占比提升而获得每年5%的拉升。另外，杜邦鸿基的利润增长将体现于投资收益项，综合预测公司2010~2012年EPS0.21、0.32、0.48元(未考虑房地产业务)，合理估值为9.6元。加入房地产业务后为15.54元。

表 3、主要子公司业绩预测(百万元)

		2007	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
杜邦鸿基	收入	961.3	954.1	735.8		1030.12	1133.13	1246.45
	净利润	61.3	74.2	102.7	83.32	171.69	197.44	227.06
49%	权益 EPS	0.05	0.06	0.08	0.07	0.14	0.16	0.18
纬达光电	收入	69.75	79.358	248.97		448.15	627.40	806.66
	净利润	9.7681	10.624	69.48	54.95	112.04	156.86	201.67
55%	权益 EPS	0.01	0.01	0.06	0.05	0.10	0.14	0.18
金辉高科	收入	54.32	75.92	93.24		121.21	181.84	363.64
	净利润	19.78	34.36	38.29	30.05	60.61	81.84	145.45
48.13%	权益 EPS	0.02	0.03	0.03	0.02	0.05	0.06	0.11
三公司贡献 EPS		0.07	0.10	0.17	0.14	0.29	0.36	0.48
其他业务 EPS		-0.05	-0.42	-0.16	-0.05	-0.08	-0.04	0.00
总计计 EPS		0.02	-0.32	0.01	0.09	0.21	0.32	0.48

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

Ø 给予买入评级，目标价18.5元。我们对三家主要子公司进行估值后加总，为9.34元，加入房地产业务后合计达15.3元，与分产品的估值基本相同。考虑公司的低盈利资产仍有3元左右的价值，给予目标价18.5元。由于公司正处于“淘汰落后产能+转型新能源新材料”的过渡阶段，我们长期看好公司发展前景，给予买入评级。

表 4、分产品业绩预测(百万元)

		2007A	2008A	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E
薄膜制品	收入	2,413.37	2,303.95	2,085.16	860.95	1,980.91	1,881.86	1,975.95
	YOY		-4.53%	-9.50%		-5.00%	-5.00%	5.00%
	毛利率	8.45%	5.06%	14.65%	19.92%	20.00%	25.00%	30.00%
PET 制品	收入	902.81	736.14	559.32	344.08	727.12	785.29	848.11
	YOY		-18.46%	-24.02%		30.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	2.62%	-0.40%	-0.85%	2.73%	2.80%	3.00%	3.00%
复合编织品	收入	499.49	549.24	468.47	280.67	562.16	607.13	655.70
	YOY		9.96%	-14.71%		20.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	8.48%	8.61%	19.24%	16.29%	17.00%	17.00%	17.00%
PVC 制品	收入	351.88	274.42	162.98	85.90	179.27	193.62	209.11
	YOY		-22.01%	-40.61%		10.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	10.46%	15.78%	14.40%	6.95%	7.00%	7.00%	7.00%
PS 制品	收入	156.74	133.71	117.59	72.08	141.11	152.40	164.59
	YOY		-14.69%	-12.05%		20.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	8.10%	6.09%	0.73%	6.93%	7.00%	7.00%	7.00%
人造革制品	收入	55.10	33.39	16.94	0.35	0.50		
	YOY		-39.40%	-49.27%				
	毛利率	-2.56%	-35.01%	-15.25%	-9.32%	-10.00%		
合计	收入	4,379.39	4,030.85	3,410.46	1,644.03	3,591.07	3,620.30	3,853.46
	成本	4,061.36	3,830.16	2,997.86	1,406.48	3,046.71	2,988.17	3,086.08

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1737	1655	1664	1707	营业收入	3699	3591	3620	3853
现金	483	481	482	481	营业成本	3278	3047	2988	3086
应收账款	319	335	333	374	营业税金及附加	7	6	7	7
其他应收款	23	23	23	25	营业费用	69	64	66	70
预付账款	228	196	197	202	管理费用	215	180	163	162
存货	525	483	484	472	财务费用	122	107	100	77
其他流动资产	159	138	145	152	资产减值损失	17	10	0	0
非流动资产	2452	2639	2735	2806	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	483	530	530	530	投资净收益	62	100	116	134
固定资产	1723	1880	1994	2081	营业利润	53	277	413	586
无形资产	225	209	193	178	营业外收入	7	6	6	6
其他非流动资产	21	19	17	17	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4189	4294	4398	4513	利润总额	59	282	419	592
流动负债	2604	2563	2402	2104	所得税	21	70	96	118
短期借款	1503	1592	1421	1103	净利润	38	211	323	473
应付账款	588	485	496	505	少数股东损益	31	85	126	177
其他流动负债	513	487	486	496	归属母公司净利润	6	127	197	296
非流动负债	170	103	47	-14	EBITDA	343	555	710	886
长期借款	133	67	10	-50	EPS (元)	0.01	0.21	0.32	0.48
其他非流动负债	37	37	37	37					
负债合计	2774	2667	2449	2090	主要财务比率				
少数股东权益	269	353	479	657	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	613	613	613	613	成长能力				
资本公积	616	616	616	616	营业收入	-14.0%	-2.9%	0.8%	6.4%
留存收益	-82	45	242	538	营业利润	-73.4%	421.8%	49.4%	41.8%
归属母公司股东权益	1146	1273	1470	1766	归属于母公司净利润	-96.8%	1919.2%	55.2%	50.3%
负债和股东权益	4189	4294	4398	4513	获利能力				
					毛利率(%)	11.4%	15.2%	17.5%	19.9%
					净利率(%)	0.2%	3.5%	5.4%	7.7%
					ROE(%)	0.5%	10.0%	13.4%	16.8%
					ROIC(%)	5.2%	12.2%	16.1%	20.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.2%	62.1%	55.7%	46.3%
					净负债比率(%)	60.79%	65.16%	61.27%	53.86%
					流动比率	0.67	0.65	0.69	0.81
					速动比率	0.46	0.45	0.48	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.85	0.83	0.86
					应收账款周转率	9	9	9	9
					应付账款周转率	6.10	5.68	6.10	6.17
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.01	0.21	0.32	0.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.48	0.84	1.00
					每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.08	2.40	2.88
					估值比率				
					P/E	1557.70	77.14	49.72	33.09
					P/B	8.54	7.69	6.66	5.54
					EV/EBITDA	31	19	15	12

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	315	296	513	610
净利润	38	211	323	473
折旧摊销	168	171	197	223
财务费用	122	107	100	77
投资损失	-62	-100	-116	-134
营运资金变动	33	-78	8	-38
其他经营现金流	16	-15	1	9
投资活动现金流	6	-239	-176	-159
资本支出	21	300	300	300
长期投资	0	47	0	0
其他投资现金流	27	107	124	141
筹资活动现金流	-266	-60	-335	-452
短期借款	-76	89	-171	-318
长期借款	-38	-66	-57	-60
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-82	-108	-74
现金净增加额	55	-3	1	-0

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。