

# 佛塑股份(000973)调研报告

全力转型，化茧终将成蝶！

原材料/基础化工材料与制品

推荐

首次评级

发布时间：2010 年 11 月 30 日

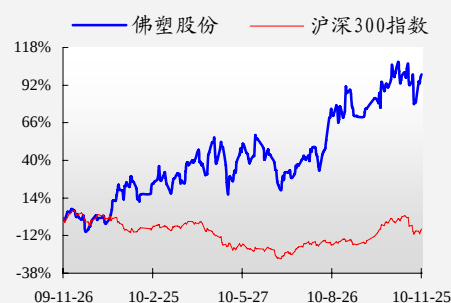
## 投资要点：

- 2009 年 8 月，广新集团正式入主公司，公司的定位转变为重点发展各类薄膜新材料，应用领域主要为新能源和节能等新兴产业。当前，公司虽然还处于化茧成蝶的“蜕变”过程之中，但前景却已十分光明。
- 2010 年前三季度，公司实现归属上市公司股东净利润同比大增 841.95%。业绩的强力反弹意味着最困难的时刻已经过去，公司经营的拐点已经到来。
- 公司是国内薄膜材料领域内的绝对龙头，产品线广，竞争实力强。虽然 BOPP 膜等传统产品在今年仍难扭亏，但是锂电隔膜和偏光膜等高端产品的抢眼表现已经初步显现出公司的发展潜力。
- 未来公司的看点较多，锂动力电池隔膜、高档偏光膜、高端电容膜、太阳能背板用 PVDF 膜和智能节能膜等高端膜产品的开发都有可能获得突破，从而给公司得业绩带来大幅提升的可能。
- 据我们预测，公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.28、0.42 和 0.56 元，对应动态市盈率分别为 68.88、45.53 和 34.09 倍。公司估值水平处于新材料中游，基本合理。
- 公司正在全力开发各类高端薄膜新材料，亮点较多，未来可能持续带来惊喜。因此从中长期投资的角度，给予公司“推荐”的投资评级。
- 风险:**公司各类高端膜产品的开发均有一定的技术风险。公司地产业务的发展进程也有一定的不确定性。

## 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益<br>率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 369,913      | -14.03     | 628                  |            | 0.01       |            |            |                  |
| 2010E | 396,999      | 7.32       | 16,896               | 2590.43    | 0.28       |            | 68.88      |                  |
| 2011E | 433,250      | 9.13       | 25,562               | 51.29      | 0.42       |            | 45.53      |                  |
| 2012E | 467,903      | 8.00       | 34,137               | 33.55      | 0.56       |            | 34.09      |                  |

走势图



## 市场数据 2010-11-29

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 19.00 元 |
| 52 周最高价: | 19.47 元 |
| 52 周最低价: | 8.08 元  |
| 平均持仓成本:  | 17.72 元 |

## 基本数据 2010Q3

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本 (万股):    | 61,255 |
| 流通 A 股 (万股): | 61,255 |
| 每股收益 (元):    | 0.18   |
| 每股净资产 (元):   | 2.06   |
| 每股经营现金流 (元): | 0.71   |
| 市净率:         | 9.22   |

分析师: 周思立 联系人: 潘喜峰、龚斯闻

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6337 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

## 目 录

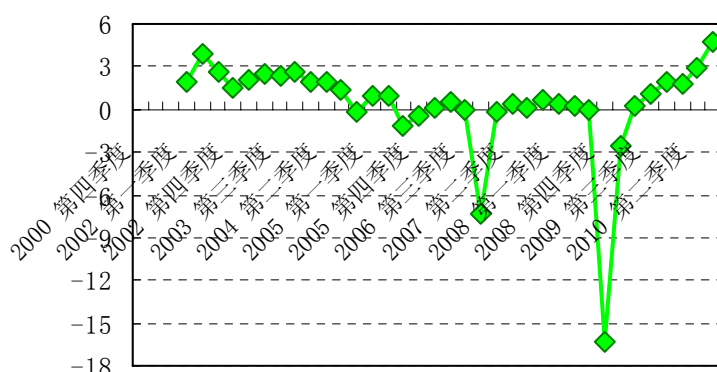
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、广新集团入主带来新气象和新希望 .....             | 3  |
| 二、高端产品发力，业绩强力反弹 .....               | 3  |
| 三、群“膜”起舞，前景看好 .....                 | 4  |
| 3.1 看点之一：锂电隔膜 .....                 | 4  |
| 3.2 看点之二：偏光膜 .....                  | 6  |
| 3.3 看点之三：安全型电容膜 .....               | 8  |
| 3.4 看点之四：晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板项目 ..... | 10 |
| 3.5 看点之五：复合智能节能贴膜 .....             | 12 |
| 四、地产项目发展潜力较大 .....                  | 12 |
| 五、传统业务逐步复苏 .....                    | 13 |
| 六、盈利预测和估值分析 .....                   | 14 |
| 七、风险 .....                          | 15 |

## 一、广新集团入主带来新气象和新希望

2009年8月，广新集团正式入主公司，对公司进行了大刀阔斧的改革，公司的转型之路自此开始。通过对公司的实地调研，我们认为公司在“调结构、强管理、强创新”的整体工作思路的指引下所取得的进步和变化是明显的，也是实实在在的。公司未来的定位是重点发展各类薄膜新材料，应用领域主要为新能源和节能等新兴产业。当前，公司虽然还处于化茧成蝶的“蜕变”过程之中，但前景却已十分光明。

图 1.1 单季度 ROE 已经达到历史最高

单位：%



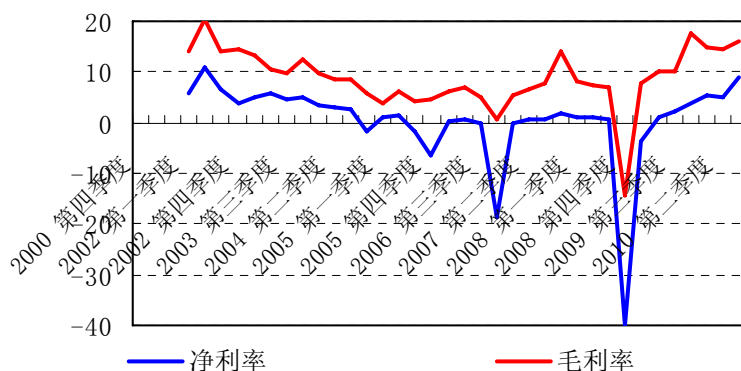
资料来源：东北证券

## 二、高端产品发力，业绩强力反弹

2010年前三季度，公司实现营收 26.99 亿元，同比减少 5.94%；实现归属上市公司股东净利润 1.13 亿元，同比大增 841.95%，公司业绩强力反弹。在传统业务仍处于亏损的情况下，公司的业绩能够强力反弹主要得益于偏光膜、锂电池隔膜、电容膜等高端产品的优异表现和投资收益的稳定增长。此外，减收增利也从另外一个侧面彰显了公司转型所带来的可喜变化。

图 2.1 盈利能力恢复明显

单位：%



资料来源：东北证券

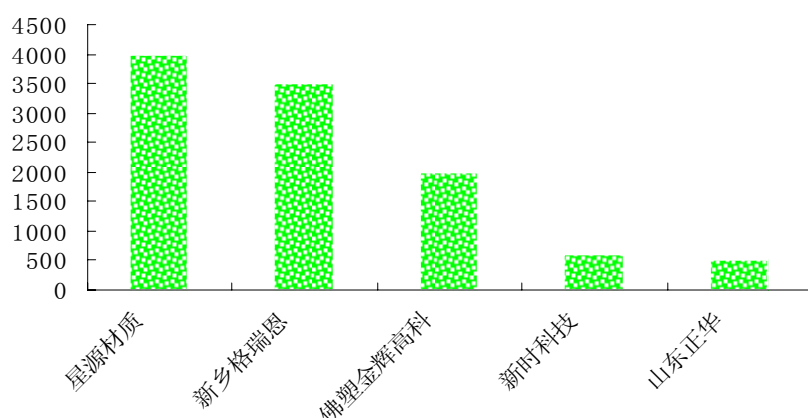
### 三、群“膜”起舞，前景看好

#### 3.1 看点之一：锂电隔膜

公司锂电池隔膜产品无疑是最受市场关注的热点。该类产品由公司控股子公司金辉高科组织实施生产。金辉高科是公司属下专门从事高科技特种薄膜研究开发和生产的独立运营的公司。金辉高科对锂电隔膜的研发始于 2001 年，于 2004 年末正式生产出性能合格的产品，并于 2005 年末投放市场。目前金辉高科已经实现了年产 2000 万平方米的生产能力，与深圳星源材质和新乡格瑞恩位列行业前三甲，竞争实力超群。

图 3.1 国内主要隔膜生产商的现有生产能力

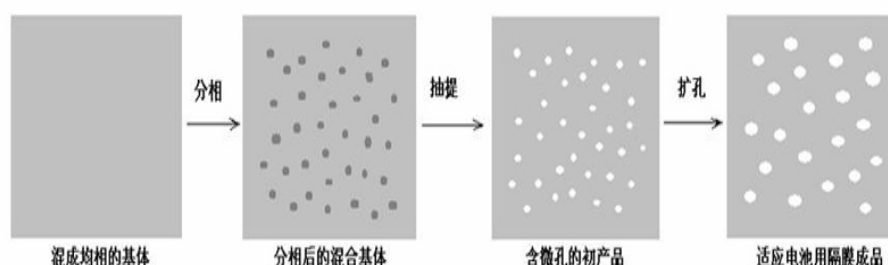
单位：万平方米



资料来源：东北证券

锂离子电池用隔膜的生产工艺主要有干法和湿法两种：干法工艺是由凝结核造成结晶缺陷或不加成核剂通过控制造成不均匀结晶，用机械外力造成结晶缺陷处破裂形成微孔的加工方式；湿法工艺是由不同相物质混合成均相混合物，然后进行抽提一种物质的加工方式。公司是国内第一家使用湿法工艺生产隔膜的锂电隔膜厂家，并获得了四项专利授权。公司产品的各项性能指标与进口同类产品相当，已经可以形成进口替代。

图 3.2 湿法制膜工艺流程



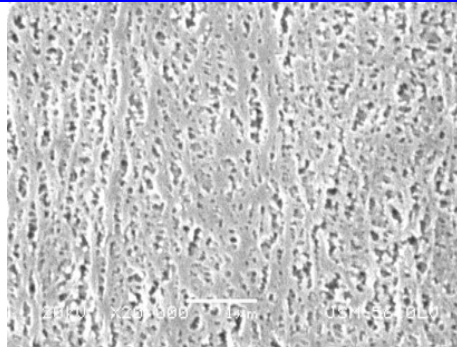
湿法制膜工艺流程简单说明

资料来源：金辉高科

图 3.3 公司隔膜产品示意图



产品示意图



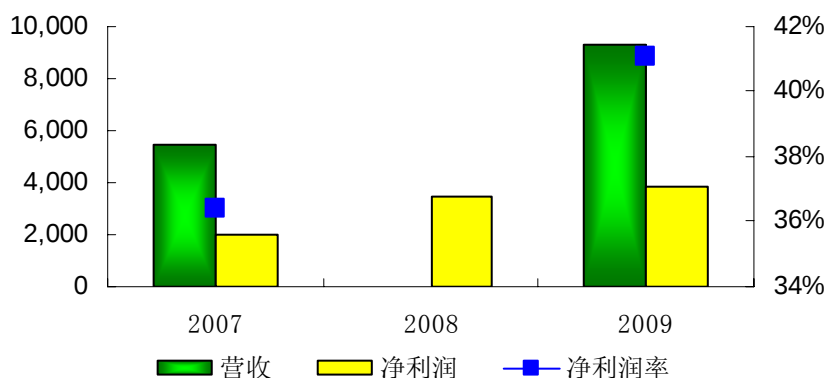
产品显微图片

资料来源：金辉高科

据公司资料显示：2009 年，公司隔膜产品实现营收 9324 万元，实现净利润 3829 万元，净利润率高达 41%，是名副其实的高科技产品。公司新建的 4500 万平方米项目预计将在 2011 年中期建成投产，产能充分释放预计在 2012 年。由于手机触屏化、电脑手提化、电子书、电子纸等消费类电子新产品不断推陈出新等趋势明显，小型锂电市场在未来两年仍将有望保持 20% 左右的增长，对隔膜的需求也将持续增长。由于公司隔膜产品能够形成进口替代，加之产能增加较大，因此今后两年仍将保持高速增长。

图 3.4 金辉高科历年的营收、净利润和净利润率变化

单位：万元



资料来源：公司公告、东北证券

目前国内的星源材质科技股份有限公司已经能够量产锂动力电池隔膜。市场对金辉高科的动力电池隔膜研发情况也十分关注。由于公司并未作太多说明，因此还难于确定其真正的进展情况。2010 年 11 月 26 日，公司公告称对金辉高科锂电隔膜项目追加投资 1410 万元。此举充分表明了公司对隔膜项目的重视程度和对其前景的十分看好。鉴于公司的技术实力和到位的激励体制，公司最终攻克锂动力电池隔膜的制备技术应该只是时间问题，让我们拭目以待。

图 3.5 星源材质 SD4 系列动力隔膜

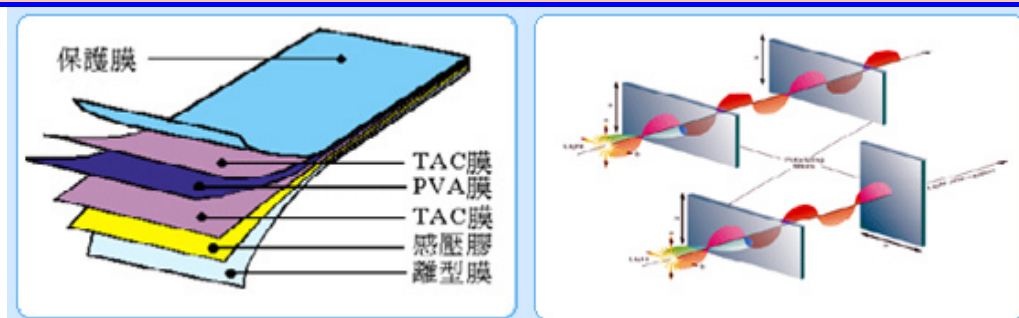


资料来源：星源材质

### 3.2 看点之二：偏光膜

偏光膜在液晶显示领域的应用最为广泛，在 3D 眼镜、遮光太阳眼镜、动感灯箱广告以及动感画的制作、各类玩具的制作、娱乐场所的特效遮光等领域也有重要应用。国内的主要偏光片生产商有温州侨业、纬达光电和深纺乐凯等。目前国内厂商还只能生产 TN 型、STN 型和 CSTN 型等中低端产品，不能量产 TFT-LCD 用高档偏光膜。

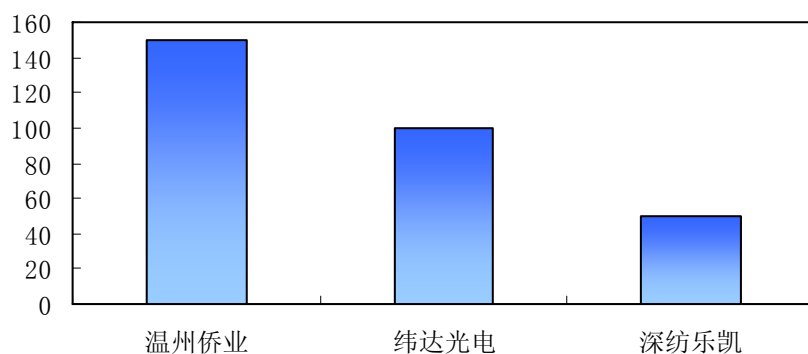
图 3.6 偏光片的结构和原理示意图



资料来源：纬达光电

图 3.6 几家主要偏光片厂商的现有产能

单位：万平方米



资料来源：东北证券

表 3.1 偏光片的种类和应用领域

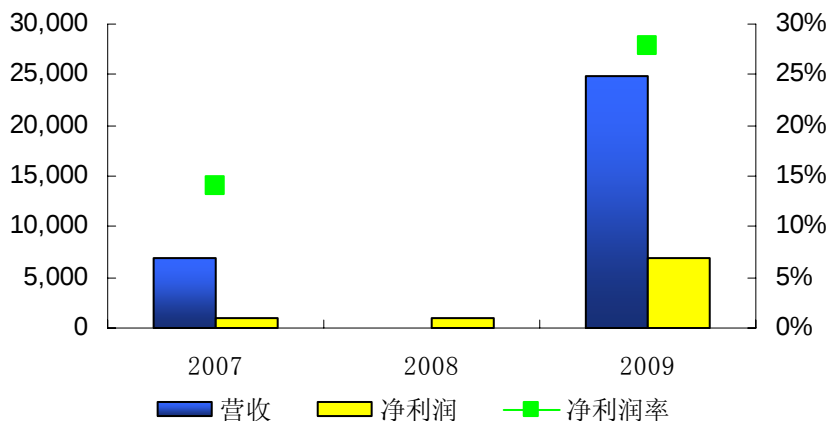
| 类别  | TN 型偏光板         | STN 型偏光板 | TFT 型偏光板                |
|-----|-----------------|----------|-------------------------|
| 碘系  | 计算器、手表、太阳眼镜、游戏机 | PDA、移动电话 | 笔记本型计算机、桌上型 PC 临控器、液晶电视 |
| 染料系 | 车载、船舶用          | 低阶显示器    | 导航器、（低价）投影机、汽车导航器       |

资料来源：纬达光电

公司控股子公司佛山纬达光电材料有限公司是专业的偏光片生产商，自 2005 年量产以来先后开发了半透、位相差、双位相差、Z 板、3D 眼镜等系列高技术偏光片，质量媲美国外同类产品。目前纬达光电已经拥有 100 万平方米的产能，2011 年上半年将扩产到 180 万平方米。偏光膜产品是公司的又一高盈利能力产品。得益于生产效率的提高和 3D 眼镜偏光片等新产品的发力，2009 年，纬达光电共实现营收 2.49 亿元，净利润 6948 万元，业绩同比大幅增长。2010 年上半年，纬达光电就已经实现净利润 5540 万元，发展态势仍然较好。

图 3.7 纬达光电历年的营收、净利润和净利润率变化

单位：万元



资料来源：东北证券

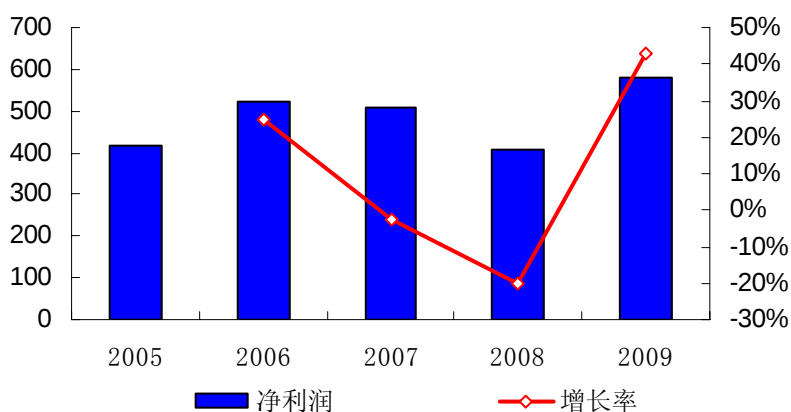
由于在那些单一色彩就能满足的应用领域，如工控仪表、对讲机、电话机、白色家电、医疗电子、白色家电、传真机和打印机等领域，TN 型和 STN 型液晶产品相对 TFT 型产品来说，价格优势明显，因而仍然很受欢迎。我们判断：未来 TN 型和 STN 型液晶产品的市场需求仍将保持稳定增长，而由此带来的偏光片的需求也将持续增长。基于此，公司偏光膜产品新增产能的消化应该不成问题。此外，公司正在积极研制 TFT-LCD 用偏光膜，其结果值也得期待。

### 3.3 看点之三：安全型电容膜

公司在电容膜领域也具备了很强的实力。据中国电子元件行业协会的数据显示，公司 2008 年共销售电容膜 4000 吨，在行业内位列第四，仅次于铜峰电子、南洋科技和大东南万象科技有限公司。2005 年以来，公司电容膜产品的净利润一直在 500 万元左右，净利润率在 10% 左右，表现十分稳健。

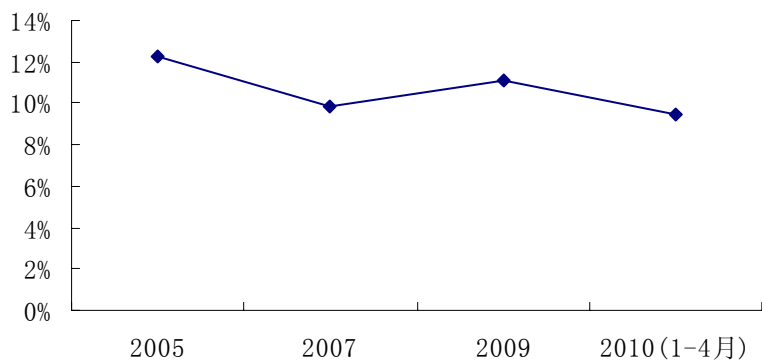
图 3.8 公司电容材料产品的净利润和增长率变化

单位：万元



资料来源：公司公告、东北证券

图 3.9 公司电容材料产品的净利润率变化



资料来源：东北证券

电容器的用途虽然广泛，但分类却比较简单。以介质材料的种类来分，可以分为铝/钽电解电容器、陶瓷电容器、薄膜电容器、纸介电容器、云母电容器等几类，其中铝/钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器这三类约占电容器市场总量的 90% 以上。薄膜电容器在整个电容器产业中的比重约为 8% 左右。对于薄膜电容器来说，如以适用电流来分类，则可以分为直流薄膜电容器和交流薄膜电容器两大类。其中直流薄膜电容器的基膜以聚酯为主，主要应用于弱电领域；交流薄膜电容器的基膜以聚丙烯为主，主要应用于强电领域。薄膜电容器所用薄膜材料主要有聚酯、聚丙烯、聚苯硫醚、聚碳酸酯等，并以前两类材料为主。

表 3.2 几类主要的电容器的特点和用途

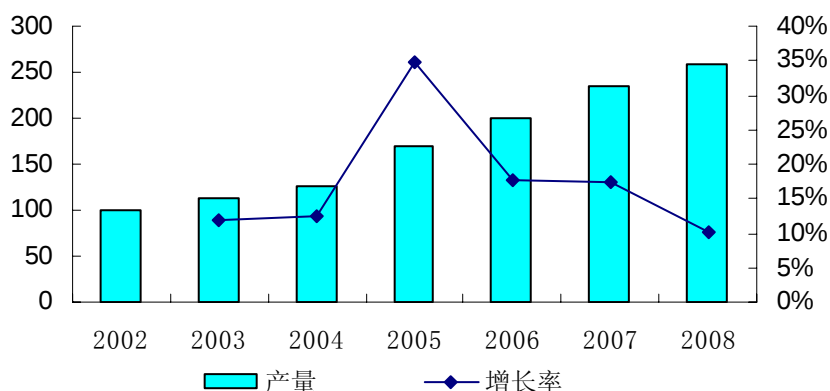
| 类别      | 电容 | 频率 | 体积 | 应用领域                     |
|---------|----|----|----|--------------------------|
| 陶瓷电容器   | 低  | 高  | 小  | 片式化、小型化程度高, 适用手机等集成度高的领域 |
| 薄膜电容器   | 中  | 中  | 中  | 电子、家电、通讯、照明、电力           |
| 铝/钽电解电器 | 高  | 低  | 大  | 大电容量的领域                  |

资料来源: 东北证券

2008 年, 全球薄膜电容器的市场销量为 620 亿只, 生产主要集中在美国、欧洲、中国大陆、日本、韩国、台湾等地区。2008 年, 我国薄膜电容器的产量已达 259 亿只, 约占全球市场总产量的 42%, 我国已经成为世界薄膜电容器的生产中心。

图 3.10 近年来我国薄膜电容器的产量和增长率

单位: 亿只

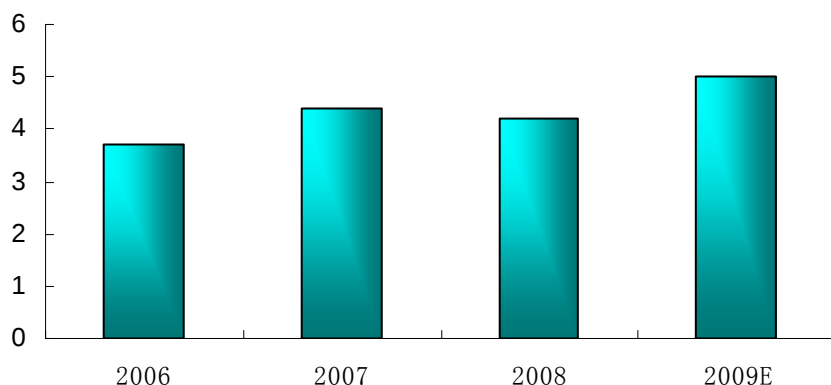


资料来源: 东北证券

近年来, 薄膜电容器在家用电器、电子整机、信息产业、电网改造等传统领域的应用保持了稳定增长。在过去的 15 年中, 国内电容器用聚丙烯电子薄膜需求量从 6000 吨/年发展到目前的 5 万吨/年, 年复合增长率为 8.97%。

另据中国电子元件行业协会行业分析报告显示, “十一五”期间, 国内电容器用聚丙烯电子薄膜的复合增长率超过 15%。随着薄膜材料生产技术的提高及超薄化的发展, 薄膜电容器在混合动力汽车用电容器、节能灯电容器、风力发电电容器等新兴领域也显现出了极好的应用前景。而作为薄膜电容器的核心介质材料, 电容器用薄膜产业也呈现出快速增长的趋势。展望未来, 薄膜电容器行业和电容膜材料领域的发展前景仍然看好, 尤其是高端领域。

图 3.11 近年来中国电容器用聚丙烯电子薄膜市场需求量变化 单位：万吨



资料来源：中国电子元件行业协会行业

2010 年 6 月 8 日，公司发布公告称公司的控股子公司佛山易事达电容材料有限公司拟增资引进年产 300 吨安全型电容器用金属化膜生产线项目。该项目投资总额 1587.37 万元，建设期约 5 个月。项目建成后，易事达公司预计可新增电容器用金属化膜生产能力 300 吨，达产后预计每年新增销售收入 2250 万元、利润总额 336 万元。

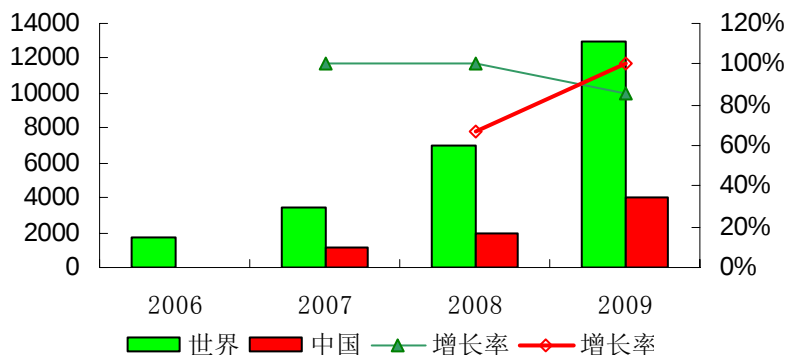
金属化安全膜技术是把组成电容器的介质、电极、防爆机构三者复合于一体的技术，它以优质的聚丙烯薄膜作为介质基材，在高真空 ( $2 \times 10^{-4}$  mbar) 的条件下把电极金属蒸发、沉淀在薄膜表面，形成具有特殊图案、起防爆作用的极薄的（厚度只几十纳米）电极镀层，制造成能直接卷制防爆电容器元件的“金属化安全膜”。使用金属化安全聚丙烯膜制造防爆电容器，在遇到电容器过电压击穿时，能可靠自愈，既达到防爆作用，又延长电容器的工作寿命，使电容器的安全性和可靠性上了一个新台阶，在防爆机制上是个革命性的进步。该产品是制造交流电容器、电力电容器、机车电容器的急需新材料，并日益广泛地用于混合动力汽车电容器以取代铝电解电容器。目前，由于设备不成熟、工艺控制困难、精度质量差等原因，国内超薄型金属化安全膜的生产情况仍然不尽如人意，仍需大量进口。如果公司安全型电容器用金属化膜产品能够量产，则能够形成进口替代，市场前景看好。

### 3.4 看点之四：晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板项目

2009 年，全球的太阳能电池组的保有量达到 13000MW，同比增速高达 85%。同年，我国的光伏电池的总产量已为 4000MW。预计 2010 年，我国光伏组件市场容量预计将超过 10000MW。目前我国光伏电池的生产规模已经稳居世界首位，产品主要出口到发达国家，预计今后几年仍将维持高速增长。

图 3.12 全球和中国太阳能电池保有量高速增长

单位: MW

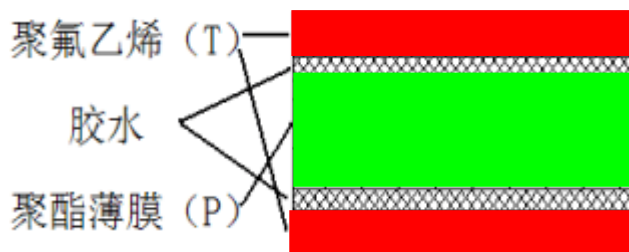


资料来源: 东北证券

光伏产业的高速发展给太阳能背板材料行业带来了很大的发展机遇。太阳能背材又称 TPT 材料，由三层结构组成，外层是 T 薄膜，中间层 P 薄膜，T 与 P 之间用胶水粘结。其中 T 表示聚氟乙烯薄膜 (PVDF)，厚度一般在 37 微米左右，该层是用作太阳能电池封装材料的主要层，其作用就是耐气候、抗 UV 紫外、耐老化、不感光等；P 表示聚酯薄膜 BOPET，厚度一般为 250 微米，主要的作用及功能是水气阻隔性、电气绝缘性、尺寸稳定性，易加工性及耐撕裂性等。按 2010 年国内光伏组件市场容为 10000MW 测算，仅背材聚酯膜的市场容量就将达到 7 万吨左右。另根据相关机构测算，2020 年，我国光伏组件年产量将达到 42GW，粗略测算约需太阳能背材聚酯膜 30 万吨。

太阳能背板材料的技术门槛很高。目前国内还只有东材科技和常州裕兴等企业能够生产 P 层材料 BOPET，总计产能只有 1.5 万吨左右，不能满足需求。而对于技术含量要求更高的聚偏氟乙烯 (PVDF) 膜，国内则更是几乎全部依赖进口。PVDF 作为一种氟碳热塑性塑料因其具有优异的耐候性、抗污染性和化学稳定性而被广泛地用于涂料和户外保护膜。但是由于 PVDF 加工极为困难，十分不易得到表面光滑、均匀的薄膜，因此其价格比较昂贵，应用也受到了限制。国内目前主攻流延挤出法制备 PVDF 薄膜，已经取得了一定的成果，但仍未有公司能够量产该产品。

图 3.13 太阳能背板材料的结构示意图



资料来源: 东北证券

公司 2010 年 7 月 29 日公告称：公司拟与广东广新投资控股有限公司合作，共同投

资“晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板研发项目”，该研发项目总投资额 1800 万元，其中拟由广新投资出资 1300 万元，公司与研发团队共同出资 500 万元，研发成果收益按以下比例享有：广新投资 40%，公司与研发团队共 60%（其中，研发团队按实际出资比例占 5%-9%）。本项目拟新建一条有效宽度 1000MM 的三层共挤流延 PVDF 薄膜专用试验线、一条复合试验线及配套设备，研发试验若成功，该套试验设备可作为产业化小型生产线，年产能约 200 吨。目前该项目还处在建设和研发阶段。该项目虽然有一定的技术风险，但是一旦成功，公司无疑将又添盈利新军。

### 3.5 看点之五：复合智能节能贴膜

公司于 2010 年 8 月 24 日与中国科学院上海硅酸盐研究所签订了战略合作协议，希望在新能源、新材料和节能环保等领域开展项目合作。上海硅酸盐研究所源于 1928 年成立的国立中央研究院工程研究所，经四十多年的发展已经成为一家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。研究所现有职工 562 人，科研技术人员 357 人，中国科学院院士 2 名，中国工程院院士 3 名（1 名为双院士）。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。鉴于硅酸盐研究所雄厚的技术实力和丰富的检测手段，双方的合作前景值得期待。

双方将首先启动高分子基复合智能节能贴膜项目，并在研发成功的基础上进行规模化生产。复合智能节能薄膜产品最大的特点在于其双向调节的智能控温功能。其原理是通过在分子基温控层中添加适量的  $\text{VO}_2$ ，利用温控层在不同温度区间的相变使其在薄膜中起到开关作用。当温度低于相变温度时，温控层增加太阳光红外线的透过率；当温度高于相变温度时，温控层就减少太阳光的红外线透过率。通过双向自动调节，可以起到冬天保暖、夏天隔热的效果。公司与硅酸盐研究所合作开发的这种智能控温薄膜属国际前沿技术，不仅性能优于现有市面上进口的隔热膜产品，并且价格也将明显下降，竞争优势明显。节能贴膜产品起源于美国，目前在美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%。据资料统计，全国建筑和汽车玻璃贴膜市场的年增幅超过 20%，增长空间巨大。另据美国专业能源机构研究预测，中国将在未来 3 年内取代美国成为世界玻璃贴膜市场的最大买家。综上，公司高分子基复合智能节能贴膜项目的市场前景无疑十分值得看好，值得关注。

## 四、地产项目发展潜力较大

广新集团入主后，对公司进行了大刀阔斧的改革，先后淘汰低效率产能 6 万吨左右。同时公司利用广东省“三旧”改造政策对和主业搬迁升级的机会，积极挺进地产业务，对公司在禅城区内的土地（约 621 亩）按规划实施开发。

2010 年 3 月，公司与佛山市国土局签订土地出让合同，在缴纳总计 2.28 亿土地出让

金后，取得轻工三路9号、11号及汾江北路82号两宗地块商住用途的土地使用证。2010年4月，公司与广东珠江投资股份有限公司签订委托管理框架合同，委托珠江投资负责两地块上房地产开发项目的管理、营销策划等工作。

2010年6月，公司董事会决定将轻工三路9号、11号地块注入全资子公司佛山市卓越房地产开发有限公司实施增资。2010年6月29日，公司第六届董事会第四十七次会议审议通过了《关于公司投资成立房地产开发公司的议案》，公司拟投资成立全资子公司佛山市合盈置业有限公司，对佛山市禅城区汾江北路82号的商住土地实施房地产项目开发。2010年11月26日，公司公告称拟对全资子公司佛山市合盈置业有限公司（以下简称“合盈公司”）进行增资，注册资本由人民币1001万元增加至人民币18063万元。有上述公告可以看出，公司对地产业务极为重视，工作的开展也极为紧张有序。

公司先期房地产开发项目有2项涉及三个地块（155亩），总建筑面积接近40万平方米。除上述土地外，公司仍有466亩土地可以开发。据我们调研得知，公司3个地块所在佛山禅城区的平均房价受地产调控政策影响不大，目前在9000元/平方米左右。即使考虑到调控政策的影响，由于佛山和广州的地铁已经开通，广佛之间越来越紧密，佛山的房价下降空间很小。我们认为公司地产项目的增长潜力很大。

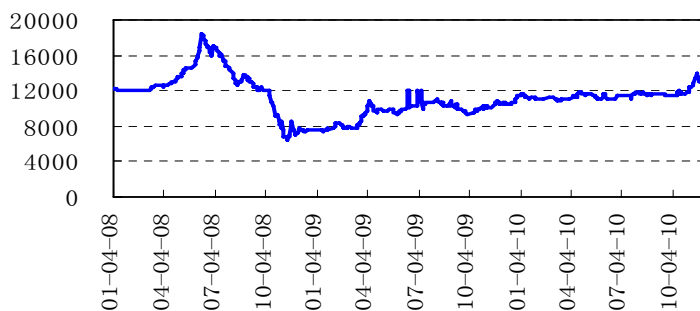
## 五、传统业务逐步复苏

公司是国内最大的高分子薄膜生产商，主要产品BOPP、BOPA、BOPET薄膜的规模都处在国内前列。其中公司BOPA薄膜的国内市场占有率为50%左右；BOPP薄膜占全国总销量的12%左右；BOPET薄膜占全国总销量的24%；PVC压延薄膜占全国总销量的8.7%、复合编织制品占全国总销量的17%。

虽然身为中国薄膜行业龙头，佛塑股份却是大而不强。公司传统产品的规模和市场占有率虽然领先，但是国内低端膜行业的壁垒低、产能过剩严重，加之经济形势的波动导致需求不振导致公司前几年的业绩一直低于预期。2010年下半年以来，公司传统产品的下游需求有所复苏，在原材料PP价格持续走高的推动下，BOPP的价格一改缓慢攀升的局面，价格大幅上涨，单价已经逼近15500元/吨。虽然全年来看，公司BOPP产品仍将有一定程度亏损，但是好的迹象已经显现，明年有望扭亏为盈。

图 5.1 聚丙烯（PP）价格持续上涨

元/吨



资料来源：东北证券

## 六、盈利预测和估值分析

由于公司动力锂电池隔膜、TFT-LCD 偏光膜、太阳能背板材 PVDF 膜、高分子基智能节能膜等新产品的开发和地产业务的进展均存在着一定的不确定性，基于谨慎性原则，我们在业绩预测时并不考虑上述业务对业绩的贡献。预测中对锂电隔膜、偏光片和电容膜等业务单独预测。

根据我们的预测，公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.28、0.42 和 0.56 元，对应 2010 年 11 月 29 日收盘价 19 元的市盈率分别为 68.88、45.53 和 34.09 倍。其中锂电隔膜业务和偏光膜业务在 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.04、0.08、0.10 元和 0.07、0.08、0.09 元。与可比公司相比，公司估值水平处于中游，基本合理。考虑到公司正在全力开发各类高端薄膜材料，亮点较多，未来可能持续带来惊喜，并提升公司的估值水平。从中长期的角度看，公司十分值得关注，因此给予公司“推荐”的投资评级。

**表 6.1 可比公司估值对比表**

| 证券代码             | 证券简称        | 总股/亿股       | 流通股/亿股      | PE           |              |              | PB 最新       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                  |             |             |             | 2010         | 2011         | 2012         |             |
| 300073.SZ        | 当升科技        | 0.8         | 0.2         | 99.23        | 52.23        | 33.29        | 5.04        |
| 600884.SH        | 杉杉股份        | 4.11        | 3.2         | 28.14        | 22.87        | 17.52        | 3.28        |
| 000839.SZ        | 中信国安        | 15.68       | 15.67       | 48.99        | 36.97        | 19.11        | 3.91        |
| 000009.SZ        | 中国宝安        | 10.91       | 1.07        | 23.91        | 28.83        | 20.81        | 8.22        |
| 300037.SZ        | 新宙邦         | 1.07        | 0.27        | 57.41        | 43.41        | 32.80        | 5.38        |
| 002091.SZ        | 江苏国泰        | 3           | 2.89        | 46.21        | 35.60        | 27.94        | 10.19       |
| 002407.SZ        | 多氟多         | 1.07        | 0.27        | 139.09       | 81.90        | 53.57        | 7.09        |
| 002466.SZ        | 天齐锂业        | 0.98        | 0.2         | 136.27       | 92.58        | 67.84        | 6.83        |
| <b>000973.SZ</b> | <b>佛塑股份</b> | <b>6.13</b> | <b>5.15</b> | <b>66.88</b> | <b>45.53</b> | <b>34.09</b> | <b>9.24</b> |
| 平均值              |             |             |             | <b>71.79</b> | <b>48.88</b> | <b>34.11</b> | <b>6.58</b> |

资料来源：Wind、东北证券

**表 6.2 公司利润预测表（万元）**

| （单位：万元）     | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 一、主营业务收入    | 369,913 | 396,999 | 433,250 | 467,903 |
| 减：主营业务成本    | 327,848 | 332,589 | 355,420 | 377,880 |
| 减：主营业务税金及附加 | 716     | 0       | 0       | 0       |
| 营业费用        | 6,878   | 6,749   | 7,365   | 7,954   |
| 管理费用        | 21,468  | 22,232  | 24,262  | 26,203  |
| 财务费用        | 12,199  | 11,910  | 12,997  | 14,037  |
| 资产减值损失      | 1,680   | 0       | 0       | 0       |
| 加：公允价值变动收益  |         | 0       | 0       | 0       |

|                  |              |               |               |               |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 投资收益             | 6,178        | 6,178         | 12,603        | 15,124        |
| <b>二、营业利润</b>    | <b>5,303</b> | <b>29,698</b> | <b>45,808</b> | <b>56,952</b> |
| 加：营业外收入          | 668          | 2,000         | 500           | 6,000         |
| 减：营业外支出          | 65           | 1,000         | 200           | 200           |
| <b>三、利润总额</b>    | <b>5,906</b> | <b>30,698</b> | <b>46,108</b> | <b>62,752</b> |
| 减：所得税费用          | 2,132        | 4,298         | 7,377         | 12,550        |
| <b>四、净利润</b>     | <b>3,774</b> | <b>26,400</b> | <b>38,731</b> | <b>50,202</b> |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 628          | 16,896        | 25,562        | 34,137        |
| 少数股东损益           | 3,145        | 9,504         | 13,168        | 16,065        |
| <b>六、每股收益（元）</b> | <b>0.01</b>  | <b>0.28</b>   | <b>0.42</b>   | <b>0.56</b>   |

资料来源：东北证券

## 七、风险

公司各类高端膜产品的开发均有一定的技术风险。公司地产业务的发展进程也有一定的不确定性。公司短期股价反弹幅度较大，短期的调整风险和市场的系统性风险也值得注意。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。