

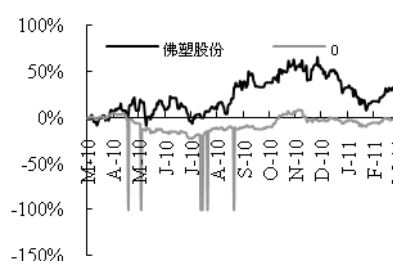


化工
Chemistry

2011 年 03 月 07 日

市场数据	2011 年 03 月 04 日
当前价格(元)	15.69
52 周价格区间(元)	10.35-19.00
总市值(百万)	9610.99
流通市值(百万)	8077.98
总股本(万股)	61255
流通股(万股)	51485
日均成交额(百万)	194
近一月换手(%)	60.09
Beta(2 年)	0.90
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	15.9	-10.6	36.4
沪深 300	6.3	3.6	0.6

相关报告

《业绩大幅提高,基本明显好转-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)年报点评 ——业务转型步伐加快、成效显著

评级: 买入

赢利预测	2010 年	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3752	4128	4717	5116
主营收入增长率(%)	1.4%	10.0%	14.3%	8.5%
净利润(百万元)	173	260	371	431
净利润增长率(%)	2656.4%	50.2%	42.6%	16.4%
每股收益(元)	0.28	0.42	0.61	0.70
PE	55.5	37.0	25.9	22.3

资料来源: 金元证券研究所

● **公司业绩超预期。**2010 年公司实现营业收入、净利润分别为 37.52 亿元和 1.73 亿元,分别同比增长 1.43%和 2656%。公司净资产收益率达 14.04%,每股收益为 0.28 元。

● **公司逐步从传统薄膜制造业转变为技术含量高、盈利能力强、发展前景广阔的战略性新兴产业。**子公司金辉高科锂电池隔膜 10 年收入达 1.39 亿元,同比增长 49.3%;净利润同比增长 76.4%。近期公司笔记本电脑用锂电池隔膜和电动自行车用锂电池隔膜量产,产品质量有望持续提高。考虑到公司隔膜产品质量提高超预期和 11 年下半年 4500 万平米隔膜项目投产,将金辉高科 11-13 年贡献 EPS 提高至 0.1/0.23/0.25 元。

受益于 3D 电影市场的快速发展,2010 年子公司纬达光电收入和净利润分别同比增长 70.6%和 68.3%。公司 80 万平米偏光膜项目已进入试生产阶段,预计纬达光电 11-13 年贡献 EPS 为 0.14/0.16/0.17 元。

易事达 300 吨安全型电容器用金属化膜项目已进入正常生产阶段。离子交换膜项目、多功能薄膜研制开发试验生产线和晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板研发项目正在稳步推进。

● **房地产业务价值 4.15 元/股。**公司已经搬迁的佛山轻工三路 9 号、11 号地块和汾江北路 82 号地块的评估价值 6.26 亿元,净增值接近 3 亿元。公司旧城改造搬迁土地共 621 亩,我们保守计算,对应的房地产业务 NAV 估值 25.5 亿元,对应每股价值 4.15 元。

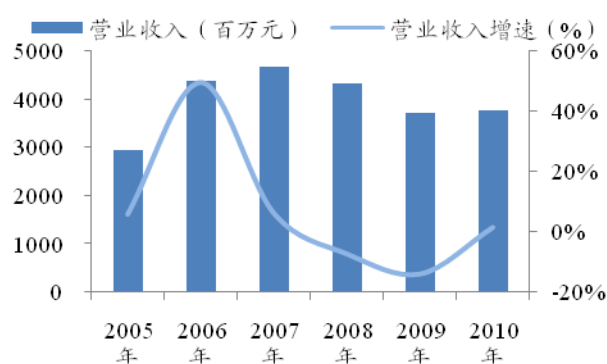
● **维持公司买入评级。**上调公司 11-13 年 EPS 为 0.42/0.61/0.7 元,对应 PE 分别为 37.0/25.9/22.3 倍,扣除房地产业务价值后的 PE 分别为 27.2/19.1/16.4 倍。公司锂电池隔膜和偏光膜业务发展迅猛、高端产品研发投入不断加大、落后产能的淘汰重整不断进行,公司正逐步从传统薄膜生产企业转变为高科技企业,维持公司买入评级。

公司业绩大幅回升

2010 年公司实现营业收入 37.52 亿元，同比增长 1.43%；归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元，同比剧增 2656%。公司净资产收益率达 14.04%，每股收益为 0.28 元。

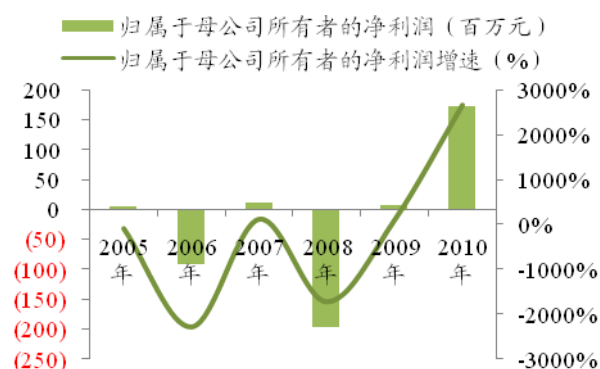
自广东省广新控股集团有限公司入主以来，公司推行“调结构、强管理、强创新”的工作方针，一方面借搬迁契机处置落后生产线、出售涿州东华包装材料有限公司、清算佛山冠达复合材料有限公司等方式淘汰落后产能，提升公司资产质量和盈利能力。另一方面加大对锂电池隔膜、偏光膜、电容器膜、透气膜等高端材料的投资力度。公司呈现出资产结构快速优化、盈利能力迅速提升的特点。

图表 1 公司收入开始回升



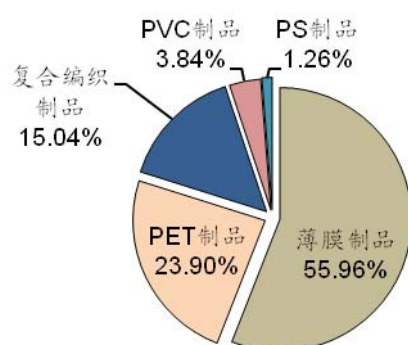
资料来源：金元证券研究所

图表 2 公司业绩快速提高



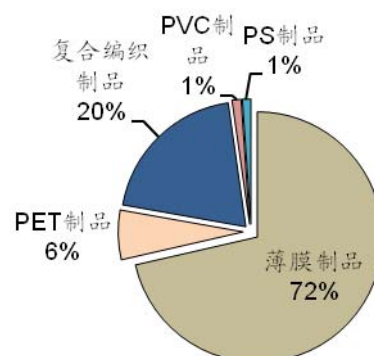
资料来源：金元证券研究所

图表 3 薄膜制品是公司主要收入来源



资料来源：金元证券研究所

图表 4 薄膜制品贡献了公司 72% 的毛利



资料来源：金元证券研究所

毛利率大幅提升、费用率略有下降、融资能力明显增强

公司毛利率大幅提高。10 年公司综合毛利率达到 15.5%，比上年提高 4.12 个百分点。公司毛利率提升主要是亏损生产线的淘汰、PET 切片和薄膜市场的好转、高毛利的偏光膜和锂电池隔膜收入大幅增长所致。

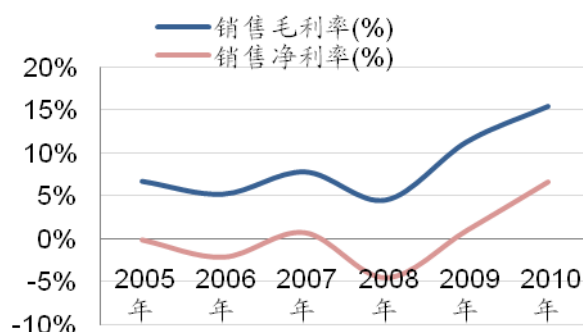
公司主要产能有 PET 切片约 14 万吨、BOPP 约 9 万吨、BOPA 约 1 万吨、塑料编织复合材料约 5 万吨等。受益于国内棉花价格上涨对聚酯产业的拉动，10 年国内 PET 切片价格整体上行，行业盈利状况大幅提升。如公司子公司佛山市三水顺通聚酯切片有限公司 10 年实现扭亏为盈，利润达 365 万元（09 年为-1911 万元）。

10 年 10 月国内 BOPP 价格大幅上扬，目前稳定在 17000 元/吨左右，比上半年均价高 23%。公司收购了涿州东华的 BOPP 生产线，未来将与永安包装合资生产烟膜产品，产品盈利能力有望提升。10 年下半年公司复合编织产品毛利率提升至 26.5%，同比提高 5.8 个百分点。

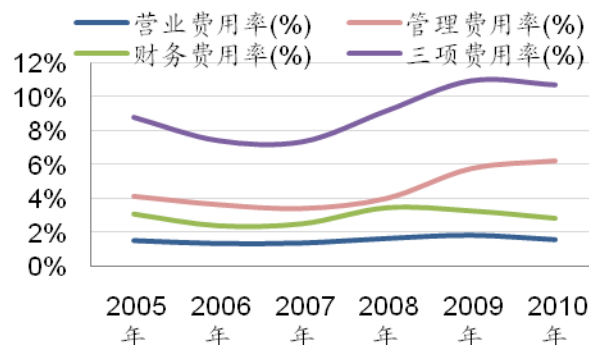
期间费用率略有下降，管理费用有所增长。10 年公司期间费用率为 10.72%，比上年略降 0.24 个百分点。公司管理费用科目下的职工薪酬提高 18.8%，我们认为在公司盈利能力明显好转的情况下，适度涨薪可对员工形成必要的正向激励。

偿债能力明显增强。10 年底公司资产负债率 63.33%，比上年下降 2.88 个百分点。随着公司盈利能力的快速恢复，公司已获利息倍数从 09 年的 1.54 倍提高至 10 年的 4.05 倍。广新集团入主后，为公司提供了总额高达 11.57 亿元的债务担保，公司的银行融资能力得到增强。融资能力和偿债能力的增强，将为公司盘活资产、增加新材料领域的投资提供了保障。

图表 5 公司盈利能力快速提升

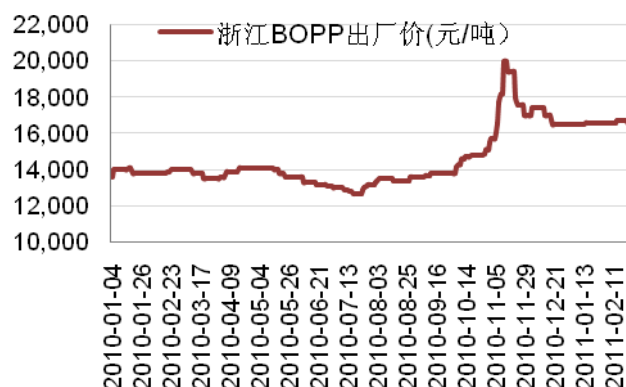


图表 6 公司三项费用率略有下滑



资料来源：金元证券研究所

图表 7 国内 BOPP 价格明显上涨



资料来源：金元证券研究所

资料来源：金元证券研究所

图表 8 国内聚酯切片价格持续上扬



资料来源：金元证券研究所

新材料板块快速增长，推动公司产品结构调整

公司“十二五”规划确立了专注于新能源、新材料和节能环保产业的研发与生产的发展战略。公司通过加大三大板块的投资和研发，取得了积极的成效。

子公司金辉高科锂电池隔膜 10 年收入达 1.39 亿元，同比增长 49.3%；净利润同比增长 76.4%。近期公司笔记本电脑用隔膜和电动自行车用隔膜量产，表明公司产品质量和可靠性得到加强。公司隔膜目前价格在 8 元/平方米左右，仅为日本进口产品的一半左右。我们认为，公司隔膜在小型锂电领域基础较好，随着公司加大研发力度，未来产品质量有望持续提高。

2011 年下半年，公司新建的 4500 万平米隔膜项目投产后，公司产能将增加 3.75 倍。考虑到生产线调试和投产期的因素，我们预计新项目业绩贡献主要集中在 2012 年。鉴于公司隔膜产品质量提高超预期，我们将金辉高科 11-13 年贡献的 EPS 提高至 0.1/0.23/0.25 元。

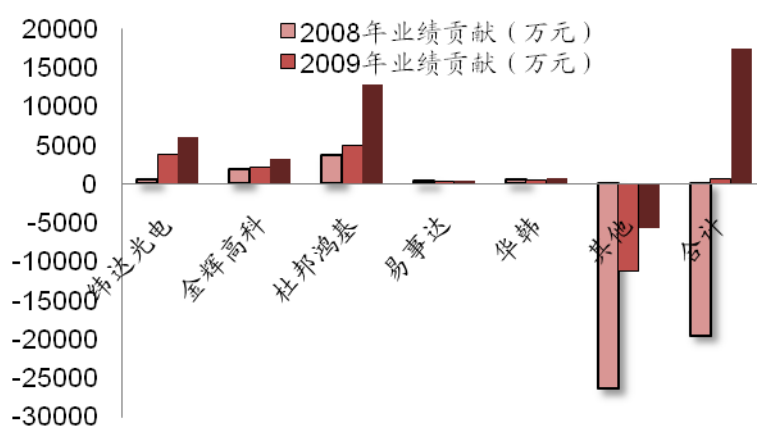
偏光膜项目进入试产阶段，巩固公司在 3D 市场垄断地位。受益于 3D 电影市场的快速发展，2010 年子公司纬达光电收入达到 4.25 亿元，同比增长 70.6%；净利润同比增长 68.3%。公司 80 万平米偏光膜项目已进入试生产阶段，有助于巩固公司在 3D 市场的相对垄断地位。预计未来 3D 电影市场仍将保持快速增长，从而拉动公司偏光膜业务的发展。

展。未来 3D 电视的发展也是推动偏光膜发展的潜在因素。

易事达 300 吨安全型电容器用金属化膜项目已进入正常生产阶段。公司投资 1600 万元的电容器项目已完成 80%，投资 1.02 亿元的离子交换膜项目完成 45%。公司新建的多功能薄膜研制开发试验生产线和晶硅太阳能电池用 PVDF 膜及背板研发项目也在稳步推进。

我们认为，公司作为国内薄膜行业龙头，经过多年的积累，技术研发实力超群。而在大股东易主后，公司持续加强在新能源、新材料和节能环保产业的投资力度，公司将从原来的传统薄膜制造业转变为技术含量高、盈利能力强、发展前景广阔的战略性新兴产业。

图表 9 公司高毛利业务盈利快速增长、低效业务亏损额迅速下降



资料来源：金元证券研究所

传统业务重整效果显著，房地产业务锦上添花

公司通过淘汰、股权转让、搬迁改造等多种措施，处置落后产能。公司借轻工三路 9 号、11 号地块和汾江北路 82 号地块开发的契机，通过搬迁、报废处理了相关资产。10 年出售了涿州东华包装材料有限公司，并开展了佛山冠达复合材料有限公司的清算。公司回购了涿州东华的 BOPP 生产线，将转产高毛利的烟膜产品。公司还收购无锡环宇包装材料有限公司的少数股权，理顺管理体系。总得来看，公司资产处置效果显著，减亏效果明显。

公司在禅城区可变更为商住用地的土地还有 465 亩，我们预计公

司还将陆续借房地产开发的契机淘汰、搬迁生产线，推动公司业务的转型升级。

公司已经搬迁的两块地评估价值 6.26 亿元，净增值接近 3 亿元。公司旧城改造搬迁土地总共 621 亩，我们保守计算，对应的房地产业务 NAV 估值 25.5 亿元，对应每股价值 4.15 元。

估值和盈利预测

我们上调公司 11-13 年 EPS 为 0.42/0.61/0.7 元，对应目前 15.69 元的股价，PE 分别为 37.0/25.9/22.3 倍，扣除房地产业务价值后的 PE 分别为 27.2/19.1/16.4 倍。公司锂电池隔膜和偏光膜业务发展迅猛、高端产品研发投入不断加大、落后产能的淘汰重整不断进行，公司正逐步从传统薄膜生产企业转变为高科技企业，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 10 公司利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3752	4128	4717	5116
营业成本	3171	3399	3752	4048
营业税金及附加	7	8	9	9
销售费用	60	64	73	77
管理费用	235	259	296	307
财务费用	107	115	122	130
资产减值损失	29	29	29	29
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	142	184	220	250
营业利润	284	438	656	766
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	285	439	658	767
所得税	35	51	87	103
净利润	251	388	570	664
少数股东损益	78	128	200	232
归属于母公司净利润	173	260	371	431
EBIT	393	554	780	897
EPS (元)	0.28	0.42	0.61	0.70

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.