

评级：审慎推荐

基础化工

调研报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080510120005

联系人：景殿英 S1080110110018

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

佛塑科技（000973）

——去糟强精，果断前行

交易数据

52 周内股价区间（元）	11.25-19.47
总市值（百万元）	9,090.31
流通股本（百万股）	514.85
流通股比率（%）	84.0%

资产负债表摘要(03/11)

股东权益（百万元）	1,319.52
每股净资产	2.15
市净率	6.89
资产负债率	63.3%

摘要：

- **改革成果显著，业绩反转趋势明显** 广新集团控股后积极推行了一系列的改革措施，从 09 年三季度开始，公司摆脱了长期处于盈亏边缘的处境，公司业绩出现了明显的好转。从广新集团入主两年多对公司改革的成效，我们有理由乐观的认为对子公司的改造将继续卓有成效的进行下去。
- **锂电池隔膜产销快速提升** 公司 10 年实现锂电池隔膜销量约 2500 万平方米，远超最初 756 万平方米的设计产能。随着锂电池隔膜二期 4500 万平方米于今年投产，三期 4500 万平方米预计于 12 年底投产，公司在锂电池隔膜领域的产能将大幅提升，我们预计锂电池隔膜销售对公司业绩的贡献也将同步快速增长。
- **3D 市场发展带动偏光膜业务增长** 随着全球 3D 电影放映量的猛增及 3D 电视的推广，预计 3D 偏光膜需求增速将在 40%以上。今年公司偏光膜产能在原有 100 万平方米的基础上新增 80 万平方米，为偏光膜到来的市场机遇做好了充分的准备。
- **杜邦鸿基持续贡献投资收益** 10 年杜邦鸿基净利润达到 2.61 亿元，同比增长 154%，10 年下半年和 11 年一季度是 BOPET 薄膜行业的景气高点，我们认为这种景气状况难以长期持续。然而，杜邦鸿基生产的聚酯薄膜为行业内的高端产品，具有较强的议价能力，同时，公司不断优化产品结构，我们认为杜邦鸿基未来仍将维持较好的赢利能力。
- **给予公司“审慎推荐”投资评级** 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元和 0.68 元，给予公司“审慎推荐”投资评级。



目 录

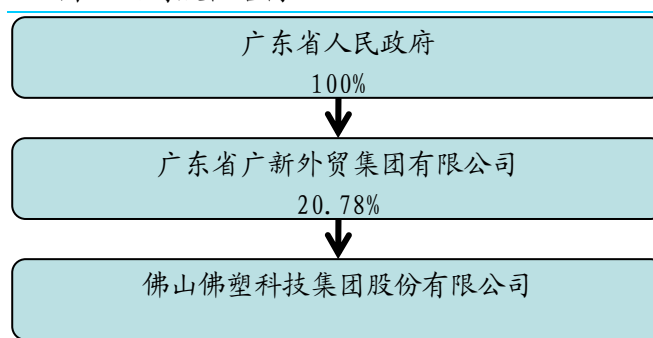
1、公司简介	3
2、改革成果显著，业绩反转趋势明显	3
3、锂电池隔膜产销快速提升	5
4、3D 市场发展带动偏光膜业务增长	5
5、杜邦鸿基持续贡献投资收益	6
6、盈利预测、估值及投资建议	7
6.1、盈利预测	7
6.2、投资建议：审慎推荐	7



1、公司简介

佛塑科技是中国制造业企业 500 强之一，“广东省塑料工程技术研发中心”唯一依托企业，国家火炬计划佛山新材料产业基地和国家火炬计划重点高新技术企业。公司在薄膜拉伸、复合等技术上有具有多年的优势，是我国塑料薄膜主要生产企业之一。2009 年 6 月公司原控股股东佛山市塑料工贸集团公司将其持有的国有股 1.27 亿股转让给广东省广新外贸集团有限公司，占公司总股本 20.78%，广东省广新外贸集团有限公司成为公司控股股东，实际控制人为广东省人民政府。2011 年 4 月，公司更名为“佛山佛塑科技集团股份有限公司”。公司目前主要包括渗析材料、电工材料、光学材料和阻隔材料四大类产品。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司资料、第一创业研究所

表 1 公司主要产品介绍及技术基础

	渗析材料	电工材料	光学材料	阻隔材料
产品	锂离子电池隔膜、防水透湿膜、透气性卫生膜	BOPP 电工膜、粗化电工膜、BOPET 电工膜、金属化电容膜，PET 电工级切片	TN/STN 偏光膜、3D 眼镜用偏光膜	多层复合阻隔包装膜、铝塑复合包装膜、编织复合材料、土工布、防渗膜、农用大棚膜、双向拉伸尼龙薄膜、电化铝、PET 膜级切片
技术基础	微孔化结构控制、多种成孔工艺技术、膜组件设计与制造	洁净生产技术、介电性能评价、极端环境下性能优化	洁净生产技术、偏光化工艺过程、高分子光学改性技术	多层阻隔与热封材料设计，聚合物薄膜深加工工艺技术

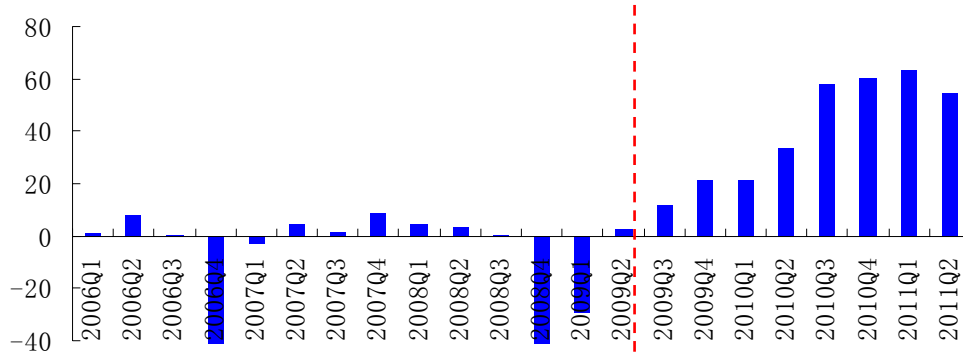
资料来源：公司资料、第一创业研究所

2、改革成果显著，业绩反转趋势明显

广新集团控股后积极推行了一系列的改革措施，确定了“调结构、强管理、强创新”的工作方针，制订了产业高端化的战略，通过转变思想观念、调整产品结构、推动技术创新和提升经营管理能力等使公司业绩出现了明显的好转。从 09 年三季度开始，公司摆脱了长期处于盈亏边缘的处境，归属于母公司的净利润大幅增长。



图 2 公司近年来归属于母公司净利润变化（百万元）



数据来源：公司资料、第一创业研究所

目前公司发展思路非常清晰，即大力发展赢利能力较强的产品，如锂电池隔膜、偏光膜、电容膜等（表 2 中第一区域的子公司）。对于亏损的子公司实行先积极改造，仍无法盈利的即考虑关闭等措施，不断剥离不良资产（表 2 中第二区域的子公司）。而对于部分扭亏无望的子公司，公司将对其进行清算剥离（表 2 中第三区域的子公司）。

表 2 公司控股子公司基本情况及 10 年净利润

公司名称	主要产品	持股比例（%）	10年净利润（万元）
佛山纬达光电材料有限公司	偏光膜	51.15	11695.95
佛山市金辉高科光电材料有限公司	离子渗析微孔薄膜	48.125	6753.89
佛山华韩卫生材料有限公司	卫生薄膜	75	814.22
佛山易事达电容材料有限公司	金属化电容膜	75	580.19
佛山纬业塑胶制品有限公司	塑料复合编织材料	75	435.64
佛山市三水顺通聚酯切片有限公司	聚酯切片	100	364.8
佛山市合盈置业有限公司	房地产开发	100	-1.14
佛山市卓越房地产开发有限公司	房地产开发	100	-115.76
三水长丰塑胶有限公司	PVC薄膜、片	75	-289.71
成都东盛包装材料有限公司	BOPP薄膜	75	-1247.89
佛山鸿华聚酯切片有限公司	聚酯功能母料	70	-1433.56
无锡环宇包装材料有限公司	BOPP薄膜	100	-1915.01
佛山嘉丽植绒制品有限公司	植绒制品	65	-190.58
佛山华塑装饰材料有限公司	PVC装饰片	50	-256.18
佛山冠丰塑胶有限公司	PVC薄膜	75	-300.61
佛山冠达复合材料有限公司	清算中	94.53	-143.9

数据来源：公司资料、第一创业研究所

从广新集团入主两年多对公司改革的成效，我们有理由乐观的认为对子公司的改造将继续卓有成效的进行下去。随着部分亏损子公司的剥离，部分子公司的减亏或扭亏为盈，将对公司整体的赢利能力起到积极的作用。



3、锂电池隔膜产销快速提升

锂电池由正极、负极、隔膜、电解液、外壳和盖板组成，其中锂电池隔膜是锂离子电池正负极之间的聚合物微孔薄膜，具有隔离正负极、传导锂离子及微孔自关闭保护等作用，是锂离子电池关键组件之一，占锂电池成本的 20-30%。锂电池隔膜技术壁垒高、投资周期长、风险大，目前主要依赖进口，高端产品被日本、美国企业占领，国内生产企业主要集中在中、低端小型锂离子电池领域。近年来随着手机、笔记本电脑、电动自行车等行业的发展，对锂电池和锂电池隔膜的需求不断增加。

而我国新能源汽车行业的发展，将有可能带来对动力锂电池需求的一次爆发性增长。10 年 6 月我国发布了《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》，按 3000 元/千瓦时给予企业补助，其中插电式混合动力乘用车最高补助 5 万元/辆，纯电动乘用车最高补助 6 万元/辆。在政策的扶持下，我国新能源汽车产业有望进入加速产业化阶段。

公司锂电池隔膜由金辉高科子公司生产，佛塑科技、比亚迪香港、金科达分别持有金辉高科 48.125%、39.375%、12.5% 的股权，其中金科达是由金辉高科高管和核心技术人员持有的公司，起到了良好的激励作用和防止人员流失的效果。

金辉高科锂电池隔膜项目一期设计产能 756 万平米/年，随着公司生产技术的提升及下游需求的扩大，公司 10 年实现锂电池隔膜销量约 2500 万平方米，远超最初的计划。随着锂电池隔膜二期 4500 万平方米于今年投产，三期 4500 万平方米预计于 12 年底投产，公司在锂电池隔膜领域的产能将大幅提升，我们预计锂电池隔膜销售对公司业绩的贡献也将同步快速增长。同时，锂电池隔膜的进口替代也将为公司迎来广阔的发展空间。

4、3D 市场发展带动偏光膜业务增长

公司偏光膜主要由佛山纬达光电材料有限公司生产，佛塑科技、亚化光电控股有限公司、亚化国际(股)有限公司及佛山市三水区显纬投资有限公司分别持有 51.15%、20.59%、21.26% 和 7% 的股权。与金辉高科类似，显纬投资是由纬达光电核心人员投资组建的公司，具有股权激励和防止核心人员流失的作用。

纬达光电主导产品 3D 偏光膜可用于 RealD 3D 影片观赏等领域。目前，RealD 3D 技术是 3D 技术的主流，该技术优点在于不受面板影响，可使任何支持 3D 功能的电视还原出 3D 影响，使用成本较低。

近年，全球 3D 市场发展迅猛，09 年全球数字 3D 电影银幕数量达到 8989 块，比 08 年增长 250%。随着全球 3D 电影放映量的猛增及 3D 电视的推广，预计 3D 偏光膜需求增速将在 40% 以上。今年公司偏光膜产能在原有 100 万平方米的基础上新增 80 万平方米，为偏光膜到来的市场机遇做好了充分的准备。



5、杜邦鸿基持续贡献投资收益

公司目前参股的子公司有四个，分别是佛山杜邦鸿基薄膜有限公司 49%股权、宁波杜邦帝人鸿基薄膜有限公司 24.255%股权、佛山市亿达胶粘制品有限公司 37.7%股权和佛山东林包装材料有限公司 37.5%股权，其中杜邦鸿基是公司股权投资收益最主要的贡献。

表 3 佛塑科技参股子公司情况

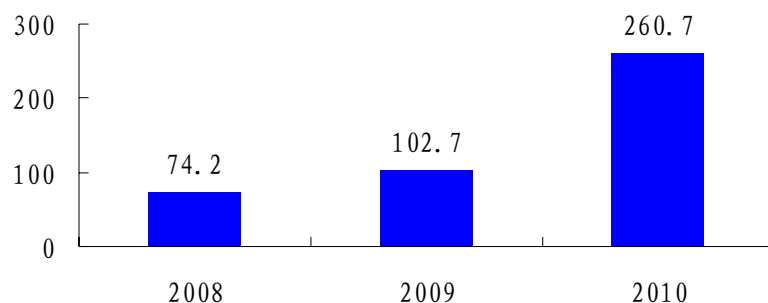
序号	公司全称	持股比例	主营产品	10年净利润 (百万元)
1	佛山杜邦鸿基薄膜有限公司	49%	BOPET薄膜	260.62
2	宁波杜邦帝人鸿基薄膜有限公司	24.26%	BOPET薄膜	22.55
3	佛山市亿达胶粘制品有限公司	37.70%	粘胶带	13.03
4	佛山东林包装材料有限公司	37.50%	BOPP烟膜	3.12

数据来源：公司资料、第一创业研究所

杜邦鸿基主营 BOPET 薄膜，主要产品包括马达膜、镭射镀铝膜、白膜、电容器膜、包装膜等，广泛应用于变压器及马达的绝缘材料、标签、电容器、触摸开关、纸币防伪、光伏电池、各类包装等领域。

10 年杜邦鸿基净利润达到 2.61 亿元，同比增长 154%，10 年下半年和 11 年一季度是 BOPET 薄膜行业的景气高点，我们认为这种景气状况难以长期持续。然而，杜邦鸿基生产的聚酯薄膜为行业内的高端产品，具有较强的议价能力，同时，公司不断优化产品结构，我们认为杜邦鸿基未来仍将维持较好的赢利能力。随着 2.7 万吨扩产意向的落实，其产能将有望获得提升，为佛塑科技贡献持续的丰厚投资收益。

图 3 杜邦鸿基净利润（百万元）



数据来源：公司资料、第一创业研究所



6、盈利预测、估值及投资建议

6.1、盈利预测

表 4 佛塑科技盈利预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3752	4315	4962	5706
收入同比(%)	1%	15%	15%	15%
归属母公司净利润	173	252	337	415
净利润同比(%)	2655%	45%	34%	23%
毛利率(%)	15.5%	16.5%	18.5%	19.0%
ROE(%)	13.1%	16.0%	17.7%	17.9%
每股收益(元)	0.28	0.41	0.55	0.68
P/E	51.91	35.72	26.66	21.63
P/B	6.81	5.72	4.71	3.87
EV/EBITDA	18	16	14	12

数据来源：第一创业研究所

6.2、投资建议：审慎推荐

投资建议：审慎推荐

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元和 0.68 元，给予公司“审慎推荐”投资评级。

风险提示

公司锂电池隔膜和偏光膜产能有较大幅度增长，存在销量低于预期的可能。



附：财务报表预测

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	2212	2665	3132	营业收入	3752	4315	4962	5706
现金	425	647	744	856	营业成本	3171	3603	4044	4622
应收账款	319	426	480	534	营业税金及附加	7	7	9	11
其他应收款	31	41	46	51	营业费用	60	74	85	96
预付账款	148	204	233	248	管理费用	235	232	288	332
存货	1128	738	972	1234	财务费用	107	78	60	41
其他流动资产	141	156	190	210	资产减值损失	29	29	25	28
非流动资产	2264	2199	2121	2040	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	593	650	700	750	投资净收益	142	110	90	90
固定资产	1292	1267	1187	1079	营业利润	284	402	540	667
无形资产	178	178	178	178	营业外收入	5	6	6	6
其他非流动资产	201	105	57	33	营业外支出	4	2	2	3
资产总计	4456	4411	4786	5172	利润总额	285	406	544	670
流动负债	2398	2179	2033	1773	所得税	35	41	54	67
短期借款	1492	1168	865	516	净利润	251	365	489	603
应付账款	374	499	587	619	少数股东损益	78	114	152	188
其他流动负债	532	512	580	638	归属母公司净利润	173	252	337	415
非流动负债	425	233	265	307	EBITDA	543	602	728	840
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.28	0.41	0.55	0.68
其他非流动负债	325	133	165	207					
负债合计	2822	2412	2297	2081	主要财务比率				
少数股东权益	314	428	580	768	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	613	613	613	613	成长能力				
资本公积	616	616	616	616	营业收入	1.4%	15.0%	15.0%	15.0%
留存收益	91	343	680	1095	营业利润	435.5%	41.6%	34.3%	23.5%
归属母公司股东权益	1320	1571	1908	2324	归属于母公司净利润	2654.7%	45.3%	34.0%	23.2%
负债和股东权益	4456	4411	4786	5172	获利能力				
					毛利率(%)	15.5%	16.5%	18.5%	19.0%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	5.8%	6.8%	7.3%
单位: 百万元					ROE(%)	13.1%	16.0%	17.7%	17.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	15.2%	21.4%	26.2%	29.6%
经营活动现金流	213	567	422	459	偿债能力				
净利润	251	365	489	603	资产负债率(%)	63.3%	54.7%	48.0%	40.2%
折旧摊销	152	121	128	131	净负债比率(%)	57.35%	54.18%	43.44%	31.34%
财务费用	107	78	60	41	流动比率	0.91	1.01	1.31	1.77
投资损失	-142	-110	-90	-90	速动比率	0.43	0.67	0.82	1.05
营运资金变动	-166	120	-170	-233	营运能力				
其他经营现金流	11	-8	5	6	总资产周转率	0.87	0.97	1.08	1.15
投资活动现金流	-113	54	40	40	应收账款周转率	11	12	11	11
资本支出	476	0	0	0	应付账款周转率	6.60	8.25	7.44	7.66
长期投资	-3	57	50	50	每股指标 (元)				
其他投资现金流	360	111	90	90	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.41	0.55	0.68
筹资活动现金流	-61	-399	-365	-387	每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.93	0.69	0.75
短期借款	-11	-323	-303	-349	每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.56	3.12	3.79
长期借款	-33	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	51.91	35.72	26.66	21.63
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	6.81	5.72	4.71	3.87
其他筹资现金流	-17	-76	-62	-38	EV/EBITDA	18	16	14	12
现金净增加额	37	222	97	112					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120