

目 录

业绩大幅增长，维持增持评级.....	4
主业扭亏，投资收益贡献巨大.....	4
BOPP 盈利改善，主业实现扭亏	4
投资收益大幅增长.....	4
三项费用平稳，存货大幅上升.....	5
新产能陆续释放，未来增长明确	5
高附加值产品产能大幅增长	5
房地产业务逐渐进入贡献期	6
新产品开发值得期待	6
估值及盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图 1: BOPP 价格同比上涨	4
图 2: 杜邦鸿基净利润大幅增长	5
图 3: 纬达光电净利润	6
图 4: 金辉高科净利润	6
表格 1: 房地产业务估值核心假设	6

业绩大幅增长，维持增持评级

佛塑科技公布 2011 年半年报：实现营业收入 18.45 亿元，同比增长 12.21%，实现营业利润 1.65 亿元，同比增长 57.44%，实现净利润 1.18 亿元，同比增长 107.28%，实现每股收益 0.19 元。

公司薄膜技术优势明显，产能快速扩张，未来增长明确。公司目前处于战略转型期，结构调整和加大新产品研发力度奠定公司长期发展优势。维持公司 2011 年-2013 年的 EPS 预测分别为 0.41 元、0.55 元和 0.68 元。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 PE20 倍，2012 年 PE16 倍。股价具有较高安全边际，维持公司增持评级。

主业扭亏，投资收益贡献巨大

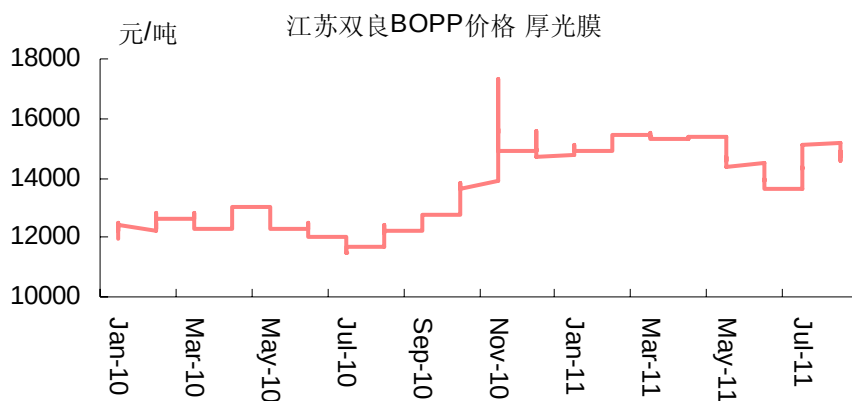
公司业绩大幅增长主要来自两方面原因：1、BOPP 行业盈利改善，加之公司产品结构调整，主业实现扭亏。2、合资公司杜邦鸿基的净利润同比大幅增长。

BOPP 盈利改善，主业实现扭亏

国内 BOPP 厚光膜价格 2010 年 10 月份以来价格快速上涨，由前期 12000-13000 元/吨涨至目前 14000-15000 元/吨左右水平。行业恢复微利状态，避免去年同期亏损局面。

佛塑股份 2010 年积极实现产品结构转型，淘汰部分落后产能，因此薄膜制品 2011 年中期收入小幅增长 5.24%，毛利率提高 1.89 个百分点。

图 1： BOPP 价格同比上涨

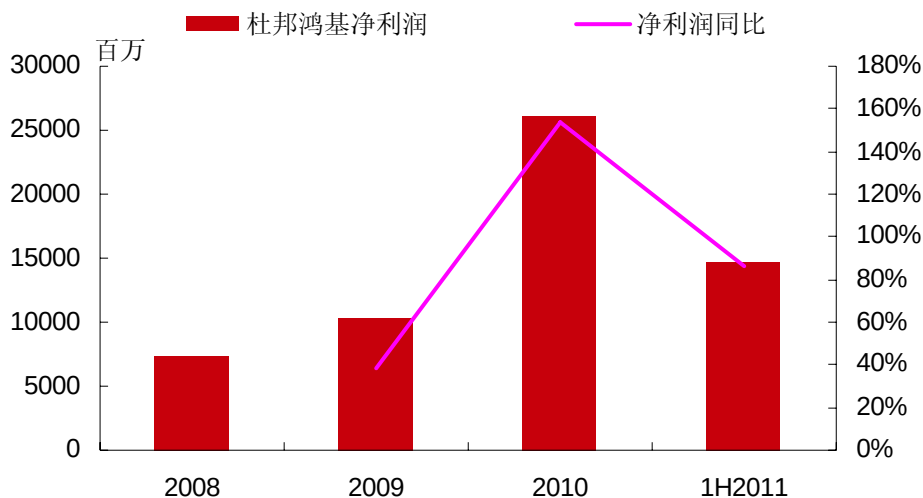


资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

投资收益大幅增长

公司中期业绩大幅增长的另一个主要因素是合资公司杜邦鸿基受 BOPET 行业高景气的影响，投资收益大幅增长。2011 年中期，公司实现投资收益 7855 万元，同比增长 85.87%。

图 2: 杜邦鸿基净利润大幅增长



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

然而，由于国内 BOPET 包装膜行业产能快速扩张，2 季度开始 BOPET 包装膜价格逐步回落，盈利持续下滑。杜邦鸿基虽然产品线丰富，技术领先，然而盈利依然受到行业景气下行的影响。2 季度投资收益环比下滑 1500 万，拖累公司 2 季度业绩环比出现小幅下降。

三项费用平稳，存货大幅上升

公司 2011 年克服加息，劳动力成本上升等影响，三项费用基本保持稳定，三项费用率小幅下降 0.46 个百分点至 10.06%。

公司 2011 年存货 15.8 亿元，同比增加 8.85 亿元，增幅 118%。其中，存货主要增加部分为房地产开发项目，2011 年中期公司土地开发成本 5.94 亿元，同比增加 5.56 亿元。另外，由于原材料涨价及公司增加库存，导致原材料存货同比增加 3 亿元。因此，存货大幅上升并非公司经营情况恶化。

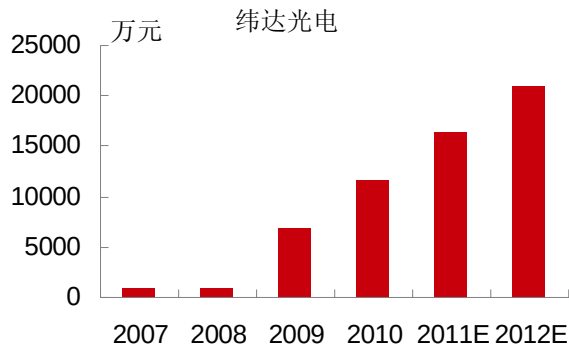
新产能陆续释放，未来增长明确

高附加值产品产能大幅增长

2011 年，公司将新增 80 万平米偏光片产能，新增 4500 万平米隔膜产能。2012 年年底，公司还将新增 4500 万平米隔膜产能，杜邦鸿基新增 2.7 万吨聚酯薄膜产能。

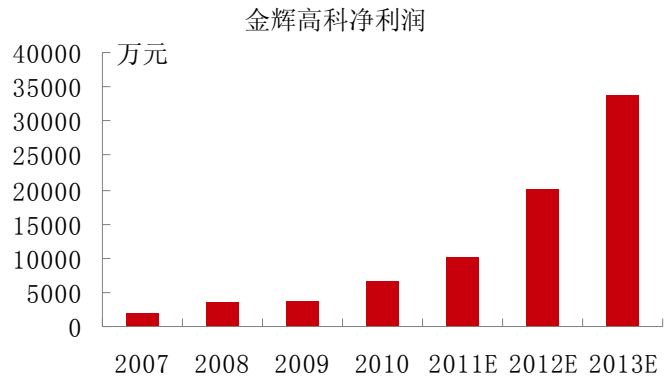
以公司偏光片和隔膜当前盈利能力测算，全部产能投产后，偏光片和隔膜将分别贡献每股业绩 0.19 元和 0.26 元。公司在杜邦鸿基的投资收益也有望大幅增加。

图 3: 纬达光电净利润



资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

图 4: 金辉高科净利润



资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

房地产业务逐渐进入贡献期

公司房地产业务经过 1 年建设期, 预计将于 2011 年底取得预售, 并于 2012 年开始逐渐进入业绩贡献期。

根据佛山市的旧城改造计划, 公司在佛山市禅城区的老厂区均在改造之列, 共 621 亩土地。其中, 已经公告的轻工三路 9、11 号及汾江北路 82 号地块, 共计 155.55 亩, 计划建筑面积分别为 18.6 和 20.6 万平米。据了解, 禅城区二手房均价约 7000 元/平米, 新房均价在 1 万元以上。

表格 1: 房地产业务估值核心假设

地块	土地成本	建安成本	售价	三项费用率	贴现率	土地增值税率上限	所得税率
轻工三路 9 号、11 号	1650	3500	11100	7%	9%	5%	25%
汾江北路 82 号	1450	3500	12700	7%	9%	5%	25%

数据来源: 公司公告、华泰联合证券研究所

在上述假设下, 我们测得公司三块土地的 NAV 估值为 9.34 亿。公司在禅城区共有 13 宗土地约 621.06 亩, 以此推算, NAV 估值约 32.85 亿元, 对应每股 5.4 元。

新产品开发值得期待

公司坚持贯彻“专注于新能源、新材料和节能环保产业的研发与生产”的发展策略, 2010 年以来, 新产品研发力度明显加大。根据中报披露的在建工程可以看出, 公司正在积极研发光伏电池用 PVDF 膜及背板、TFT 液晶用偏光片、TPE 防水透气膜, 并投资 3366 万元建设业内首条多功能薄膜研发试验线。

考虑到公司数十年技术积累及强大的产品研发能力, 我们认为公司新产品的开发值得期待。新产品一旦工业化, 将成为公司未来新增长点, 奠定公司长期技术优势。

估值及盈利预测

维持公司 2011 年-2013 年的 EPS 预测分别为 0.41 元、0.55 元和 0.68 元。根据我们测算，房地产业务 NAV 估值约 33 亿，对应 5.4 元/股。扣除土地价值，对应 2011 年 PE20 倍，2012 年 PE16 倍。

公司薄膜技术优势明显，产能快速扩张，未来增长明确。公司目前处于战略转型期，新产品的开发值得期待。PVDF 等新产品一旦工业化，将成为公司未来新增长点，进一步打开公司成长空间。公司当前股价具有较高安全边际，维持公司增持评级。

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、 地产调控力度加大导致房价大幅下跌，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	3566	4547	营业收入	3752	4096	4486	4807
现金	425	1004	1592	2457	营业成本	3171	3354	3590	3783
应收账款	319	332	363	389	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	72
预付账款	148	151	162	170	管理费用	235	246	256	264
存货	1128	1150	1231	1298	财务费用	107	108	111	116
其他流动资产	6	164	179	192	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	130	140
固定资产	1292	1267	1187	1079	营业利润	284	421	566	687
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	5565	6406	利润总额	285	421	566	687
流动负债	2398	2441	2487	2525	所得税	35	51	68	82
短期借款	1492	1492	1492	1492	净利润	251	371	498	604
应付账款	374	402	431	454	少数股东损益	78	120	170	180
其他流动负债	0	547	565	579	归属母公司净利	173	251	328	424
非流动负债	425	525	575	775	EBITDA	391	659	813	942
长期借款	100	200	250	450	EPS (元)	0.28	0.41	0.54	0.69
其他非流动负	0	325	325	325	主要财务比率				
负债合计	2822	2966	3062	3299	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%	9.5%	7.2%
资本公积	616	616	616	616	营业利润	435.5%	48.4%	34.4%	21.2%
留存收益	91	342	671	1095	归属母公司净利	2654.7	44.9%	31.0%	29.2%
归属母公司股	1320	1570	1899	2323	获利能力				
负债和股东权	4456	4970	5565	6406	毛利率(%)	0.0%	18.1%	20.0%	21.3%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	6.1%	7.3%	8.8%
单位: 百万元					ROE(%)	13.1%	16.0%	17.3%	18.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.2%	21.7%	28.3%	34.5%
经营活动现金	213	466	519	641	偿债能力				
净利润	251	371	498	604	资产负债率(%)	63.3%	59.7%	55.0%	51.5%
折旧摊销	0	129	136	139	净负债比率(%)	141.35	57.96	57.77	59.67
财务费用	89	108	111	116	流动比率	0.91	1.16	1.43	1.80
投资损失	-142	-120	-130	-140	速动比率	0.44	0.68	0.93	1.28
营运资金变动	0	-63	-102	-84	营运能力				
其他经营现金	266	41	6	5	总资产周转率	0.87	0.87	0.85	0.80
投资活动现金	-113	121	130	140	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	8.62	8.55
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	121	130	140	每股收益(最新	0.28	0.41	0.54	0.69
筹资活动现金	-61	-8	-61	84	每股经营现金流	0.35	0.76	0.85	1.05
短期借款	-11	0	0	0	每股净资产(最	2.67	2.56	3.10	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	47.81	32.71	24.98	19.34
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.06	5.22	4.32	3.53
其他筹资现金	-17	-108	-111	-116	EV/EBITDA	26	14	11	10
现金净增加额	0	579	588	864					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司