

电力设备与新能源

福斯特 (603806.SH)

评级 增持(首次)

——短期业绩承压,看好长期成长预期

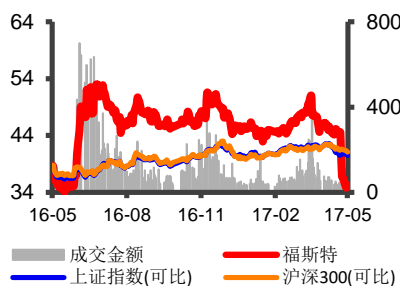
基本资料: 2017年5月4日

收盘价(元)	34.93
总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	0.90
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	31.55
一年最低/最高(元)	33.76/55.11

关键估值指标 2017E

P/E	32
-----	----

市场表现(最近一年)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

相关研报

1. 行业持续发展,产业集中度逐步提高——光伏行业2016年中报分析
2. 单晶龙头,产业发展的领跑者——隆基股份深度研究报告
3. 山西国改系列之通宝能源——借力国改东风,优质资产注入可期
4. 山西国改系列之漳泽电力——“两翼”产业大放异彩,国改提升业绩成长预期

分析师: 刘小勇, CFA

执业证书编号: S0760511010019

邮箱: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理: 贺剑雄, 博士

电话: 0351-8686854

邮箱: hejianxiong@sxzq.com

核心观点:

EVA 胶膜行业龙头地位稳定, 稳步推进新材料项目建设

公司从 2003 年开始从事光伏行业, 现已发展为 EVA 胶膜行业的龙头企业。随着全球光伏行业的强势回暖, 主要产品 EVA 胶膜销售量连创新高, 2016 年销售量折合装机规模 35GW, 全球市占率约 48%。近年加速布局电子化学材料、锂电池软包材料和 LED 封装材料等新兴产业材料, 增强抗风险能力, 增加新的盈利增长点。

利好政策不断出台, 助力光伏行业持续增长

国内光伏产业政策不断出台, 促进行业发展环境进一步改善, 长期利好行业可持续发展。2016 年, 全球新增装机约 73GW, 中国 34.54GW。《2017 年能源工作指导意见》奠定 2017 年行业发展基础。

核心竞争力持续强化, 议价能力进一步加强

公司设备、产品研发实力雄厚, 搭建了自主创新硬件平台, 根据市场的需求和反馈持续开展新产品、新工艺的开发。随着研发投入不断增长, 主要产品规模优势凸显, 良好的品质深受下游组件厂商的信赖, 品牌影响力持续提升。通过核心竞争力的持续强化以及采购商的不断多元化, 进一步增强了对上游原材料 EVA 树脂供应商的议价能力。

布局海外运营, 加大国外客户开发力度

2016 年公司收购了陶氏化学烯烃薄膜部分厂房设备类资产及“ENLIGHT”等相关商标专利使用授权, 扩展了公司在双玻组件封装的应用产品。通过积极拓展海外市场, 2016 年国外营业收入同比增长 39.41%。

产品价格下滑, 短期业绩承压

2017 年一季度公司光伏胶膜和背板的出货量分别增长 17.25% 和 62.89%, 但由于光伏胶膜和背板平均销售价格分别同比下降 12.22%、15.79%, 且 EVA 树脂平均采购单价上涨 5.8%, 导致公司净利润同比下降 37.32%。预计二季度受“6·30”节点的影响, 业绩会有所回升, 但全年业绩增长压力较大。

盈利预测与估值:

预测公司 2017-2019 年的营业收入分别为 40.29 亿元、42.31 亿元和 44.52 亿元, 净利润分别为 4.89 亿元、6.36 亿元和 7.90 亿元, 对应每股收益分别为 1.22 元、1.58 元和 1.97 元。结合相对估值结果, 对光伏行业整体发展趋势、公司稳定的行业地位及持续发展的预期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示:

- (1) 光伏装机增速不达预期;
- (2) 新业务市场拓展不及预期。



目 录

一、福斯特——全球 EVA 胶膜龙头企业.....	4
主营业务和经营模式	5
经营业绩连年增长，2016 年销售量创新高	7
稳步推进新材料项目建设，中试产品获得客户好评	8
二、全球光伏行业持续增长，国内市场异军突起	8
国内市场快速增长，生产规模持续扩大	9
利好政策不断出台，市场发展潜力巨大	11
三、逐步加大研究与开发力度，持续提升核心竞争力	12
行业进入壁垒高，奠定公司竞争力基础	13
技术和规模优势，造就公司强大竞争力	14
原辅材料供应多元化，提升公司议价能力	15
四、全球化布局，加速拓展海外客户	17
收购陶氏化学泰国烯烃薄膜资产	17
加快海外客户的拓展力度	18
五、产品价格下滑，短期业绩承压	18
光伏组件价格持续走低，产品价格呈现下降趋势	19
美元兑人民币汇率持续高位，EVA 树脂采购价格上涨	20
产能瓶颈期，产品销售短期难有大突破	20
六、盈利预测和投资建议	21
盈利预测	21
相对估值	22
投资建议	23
七、风险提示	23

图表目录

表 1 福斯特主营产品产销情况 (单位: 万平米, MW)	7
表 2 2016 年福斯特主营产品产能情况	21
表 3 公司主营产品收入预测	22
表 4 福斯特与可比公司的 PE 比较	23
表 5 财务报表分析和预测	24
图 1 公司股权结构图	5
图 2 福斯特主要产品应用于太阳能电池组件示意图	6
图 3 主营业务按产品分类的收入构成	6
图 4 全球历年新增装机情况 (单位: GW)	9
图 5 2016 年全球各地区新增装机容量分布图	9
图 6 中国光伏发电装机情况 (单位: GW)	9
图 7 中国光伏发电装机结构	9
图 8 国内光伏组件产量发展情况 (单位: GW)	10
图 9 2016 年光伏组件出口布局情况	10
图 10 2016 年光伏组件出口情况 (单位: GW)	11
图 11 布伦特原油现货价 (单位: 美元/桶)	15
图 12 初级形状 EVA 进口均价 (单位: 美元/吨)	15
图 13 历年向前五大供应商采购金额占总采购金额比例情况	16
图 14 公司 EVA 胶膜直接材料成本占总成本比例变化情况	16
图 15 全球晶硅太阳能电池组件现货周平均价 (单位: 美元/瓦)	19
图 16 福斯特 EVA 胶膜销售价格走势 (单位: 元/平方米)	19
图 17 美元兑人民币汇率走势	20

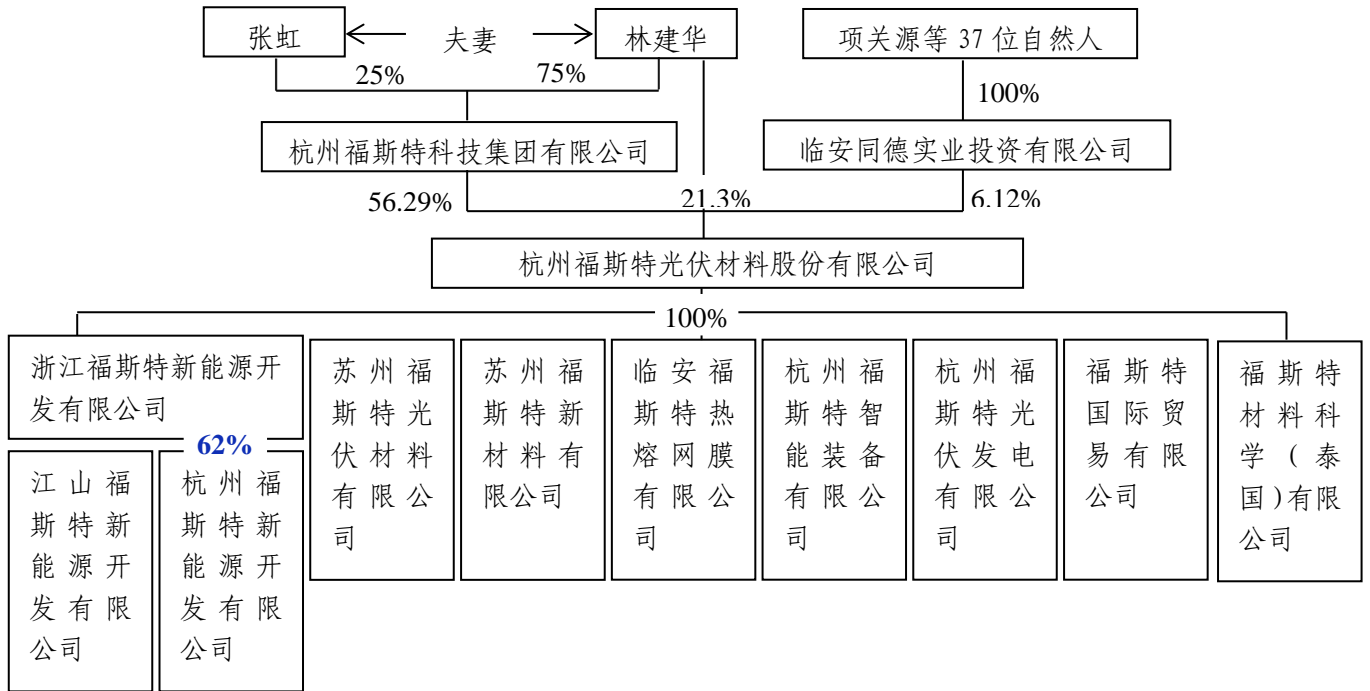


一、福斯特——全球 EVA 胶膜龙头企业

杭州福斯特光伏材料股份有限公司前身为杭州福斯特热熔胶膜有限公司，设立于 2003 年 5 月 12 日，于 2009 年 12 月 16 日整体变更为股份有限公司，2014 年 9 月 5 日在上海证券交易所成功上市。公司是一家专注于新材料研发、生产和销售的高新技术企业，主营业务为 EVA 太阳能电池胶膜、共聚酰胺丝网状热熔胶膜、太阳能电池背板产品的研发、生产和销售。经过 13 年的发展，目前已成为全球 EVA 太阳能电池胶膜领域的绝对龙头地位，2015 年的市场占有率达到 54%。公司产品相继被列入国家火炬计划、国家重点产品计划，被评为“浙江省优秀工业新产品、新技术”一等奖。2015 年被天合光能、晶澳、阿特斯、正泰太阳能等客户评为优秀供应商，背板产品被评为中国光伏“领跑者”卓越材料供应商。目前公司在泰国、香港、杭州、江苏等地拥有 9 家子公司，分别从事新材料研发生产、光伏电站、国际贸易、智能装备等业务。

公司控股母公司为“临安福斯特实业投资有限公司”，2017 年 3 月变更为“杭州福斯特科技集团有限公司”，实际控制人为林建华。

图 1 公司股权结构图

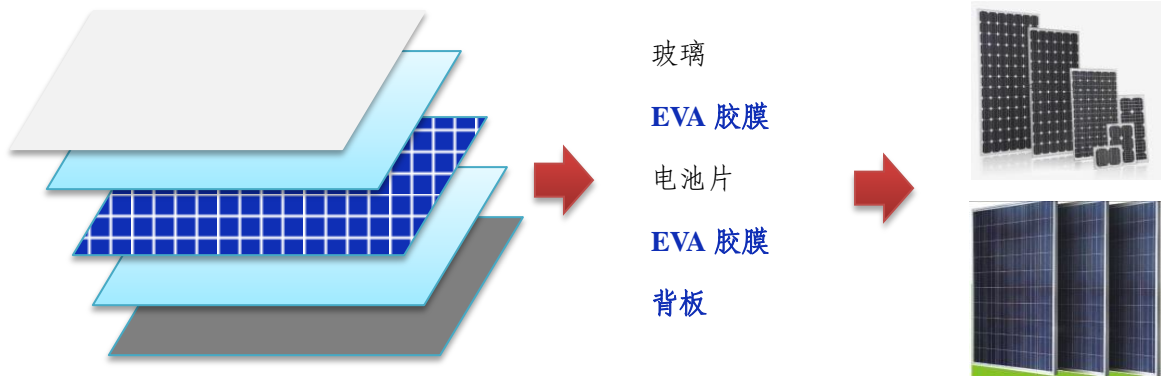


数据来源: 公司公告, Wind, 山西证券研究所

主营业务和经营模式

公司的主营业务为光伏封装材料 EVA 胶膜和背板的研发、生产和销售。光伏 EVA 封装胶膜和背板是太阳能电池组件关键封装材料,对太阳能电池起到封装和保护的作用,延长组件的使用寿命。经过多年的研究与发展,已推出多种系列的产品以适应不同需求客户。太阳能电池封装用 EVA 胶膜包括常规系列、抗 PID 系列、抗蜗牛纹系列、白色系列和超快速固化系列; PO 胶膜包括交联型、热塑型和 ENLIGHT 系列。背板包括涂覆型、复合型和特殊功能型。

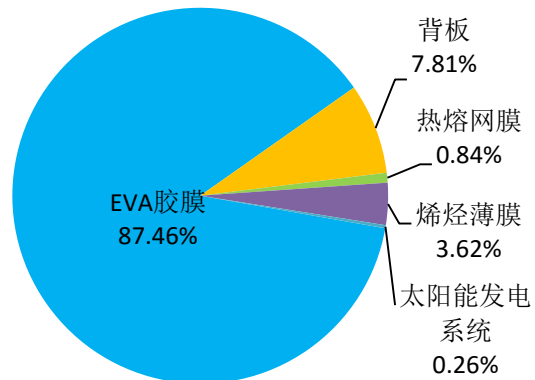
图 2 福斯特主要产品应用于太阳能电池组件示意图



数据来源: 山西证券研究所

公司倚靠内部研发团队和自主创新研发平台建立了“研发—生产—销售”的经营模式。上游原材料 EVA 树脂主要和国内外大型石化企业建立长期稳定的合作关系，通过进口方式采购，其他生产原辅材料主要直接向国内外生产厂家采购，少量通过经销商采购。下游主要客户为国内光伏组件厂商，部分为国外客户或其代理商，通过直接销售模式进行产品销售。每年与下游客户签订框架协议，约定全年供需数量、规格等，具体根据客户下达的订单安排发货和结算。

图 3 主营业务按产品分类的收入构成



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所



经营业绩连年增长，2016 年销售量创新高

2011-2012 年间，光伏行业经历了产业寒冬，随着 2013 年国家出台相关政策，大力扶持光伏产业快速发展，使得公司经营业绩逐年攀升。得益于 2016 年全球光伏行业爆发式增长，尤其国内光伏装机规模达到 34.54GW 新高，公司生产线实现满负荷生产，主要产品销量大幅上涨，全年共计销售 EVA 胶膜 4.67 亿平米，折算装机容量约 35GW，创历史新高；烯炔薄膜全年销售 975.58 万平米；背板全年共销售 1976.86 万平米。

表 1 福斯特主营产品产销情况（单位：万平米，MW）

产品	2014A		2015A		2016A	
	产量	产销率	产量	产销率	产量	产销率
EVA 胶膜（万平米）	27799.37	93.71%	37890.54	98.86%	46722.50	100.05%
背板（万平米）	1022.23	94.72%	1825.71	93.37%	2017.27	98%
热熔网膜（万平米）	25.32	97.74%	23.69	99.75%	27.17	97.07%
烯炔薄膜（万平米）	-	-	-	-	975.58（销售量）	-
光伏系统（MW）	-	-	-	-	15.26	-

数据来源：公司年报，山西证券研究所

2016 年，“江山福斯特 20MWp 农（林）光互补光伏电站项目”并网发电，实际建设规模为 15.19MWp，发电量为 780 万千瓦，上网电量为 777.66 万千瓦时，售电量为 772.38 万千瓦时。67.32kW 的“下城区行政中心屋顶分布式光伏发电项



目”已于2016年11月19日并网发电。

公司在2016年全年实现营业收入39.52亿元，同比增加18.57%；归属上市公司股东的净利润8.47亿元，同比增加30.97%。

稳步推进新材料项目建设，中试产品获得客户好评

公司根据“立足光伏主业，大力发展其他新材料产业”的战略发展目标，一方面继续快速发展光伏材料主业，另一方面稳步推进感光干膜、挠性覆铜板(FCCL)、铝塑复合膜、有机硅封装材料生产线的建设。其中，感光干膜中试生产线的中试产品已进行小规模试用，客户反馈良好，2017年将加快开展感光干膜新工厂和量产线的建设，争取实现小批量供货；FCCL和铝塑复合膜中试线进入产线和设备的调试阶段，2017年将开展产品送样和客户验证工作。

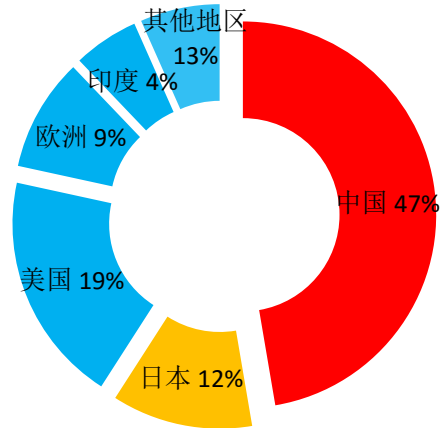
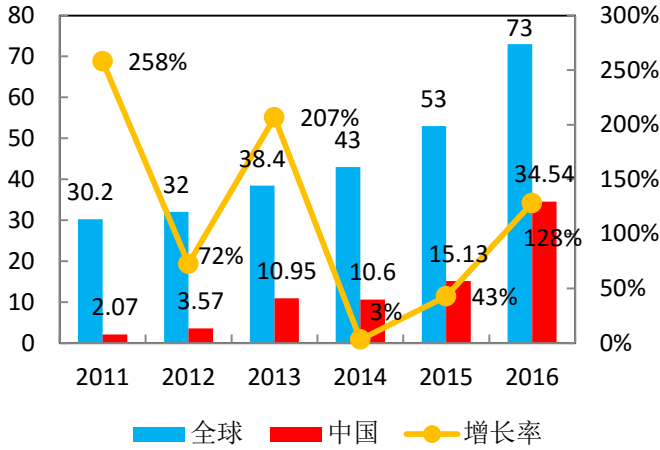
二、全球光伏行业持续增长，国内市场异军突起

2016年，全球光伏发电系统累计装机容量达到302GW，同比增加32%；新增装机容量达到73GW，同比增加44%其中，中国34.54GW、美国14.1GW、日本8.6GW、欧洲6.9GW、印度4GW。全球光伏市场发生大转移，欧洲和日本等传统市场开始逐渐萎缩，中国、美国、印度等市场近年开始大规模

增长, 东南亚、南美等新兴市场也在加速发展。

图 4 全球历年新增装机情况 (单位: GW)

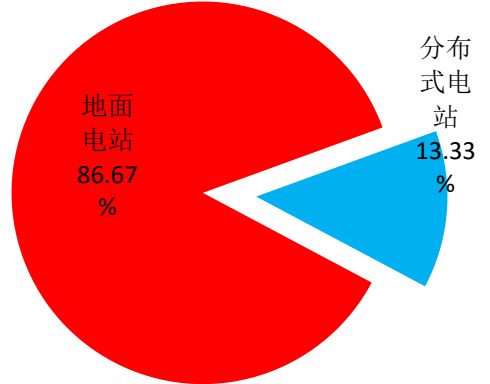
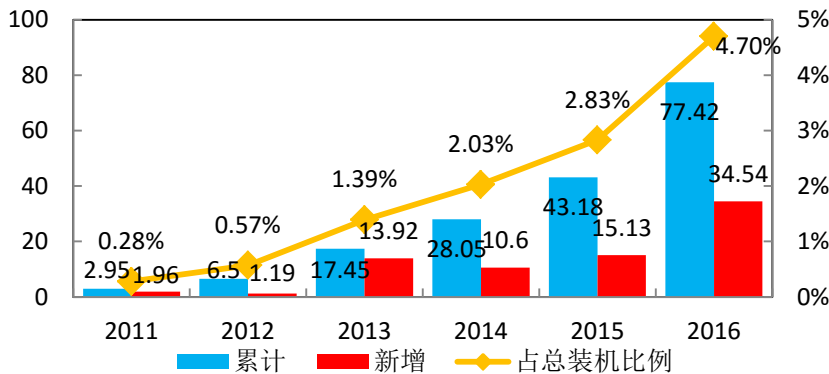
图 5 2016 年全球各地区新增装机容量分布图



数据来源: EPIA, 山西证券研究所

图 6 中国光伏发电装机情况 (单位: GW)

图 7 中国光伏发电装机结构



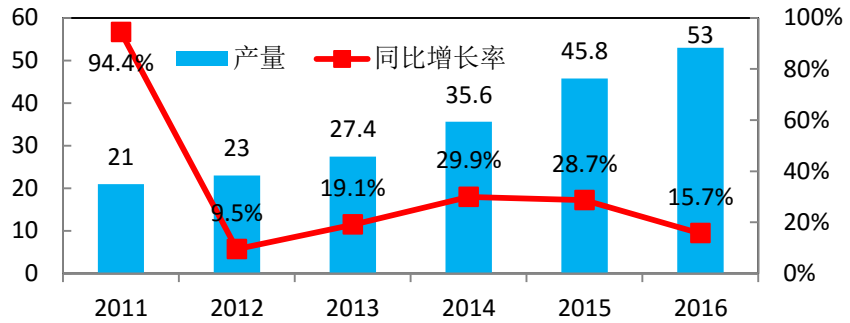
数据来源: 国网能源研究院, 山西证券研究所

国内市场快速增长, 生产规模持续扩大

2016 年, 国内光伏发电新增装机容量为 34.54GW, 同比增长 128%, 占全球光伏发电新增装机容量的 47%, 增速连续

4 年全球第一；累计装机容量 77.42GW，其中光伏电站 67.10GW，分布式 10.32GW；新增和累计装机容量均为全球第一。全年发电量 662 万千瓦时，占国内全年总发电量的 1%。

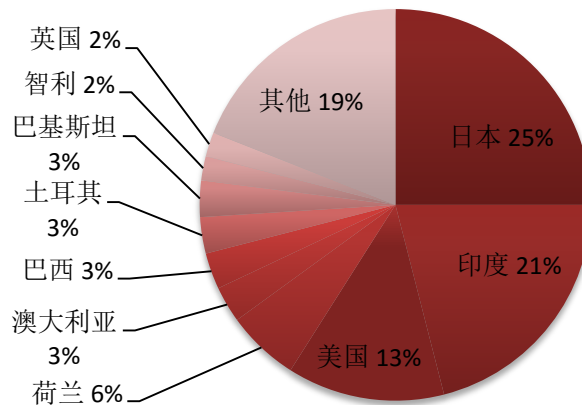
图 8 国内光伏组件产量发展情况 (单位: GW)



数据来源: CPIA, 山西证券研究所

2016 年, 国内光伏组件产量超过 53GW, 同比增长 15.7% 以上, 连续 10 年第一; 出口量约为 24GW, 同比下降 7%, 主要原因是受国内上半年光伏发电市场装机爆发式增长导致; 出口额 105 亿美元, 同比降低 18%, 主要是由于组件价格同比降低导致。

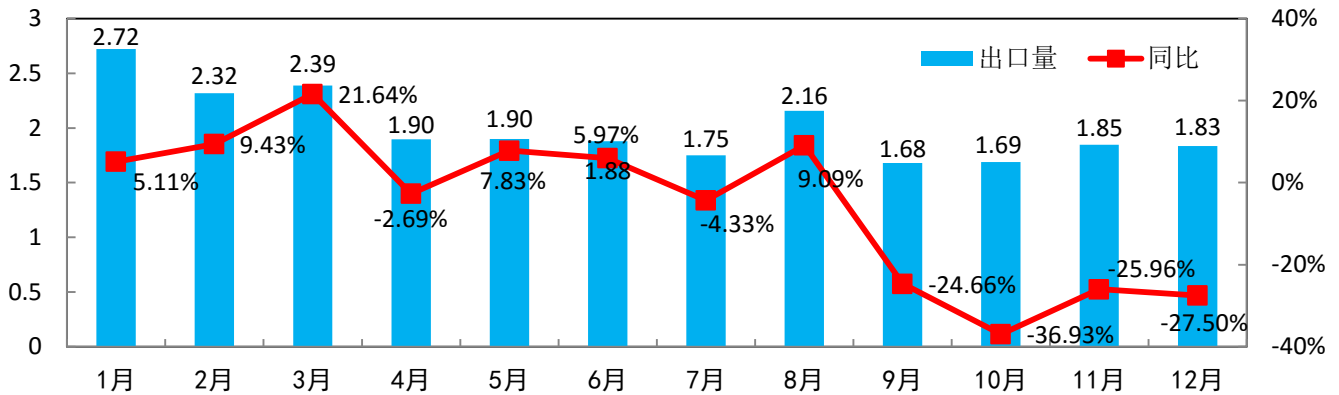
图 9 2016 年光伏组件出口布局情况



数据来源: CPIA, 山西证券研究所



图 10 2016 年光伏组件出口情况 (单位: GW)



数据来源: 中国机电产品进出口商会, 山西证券研究所

利好政策不断出台, 市场发展潜力巨大

《巴黎协定》的批准为全球光伏市场发展奠定了坚实的基调。可再生能源发展“十三五”规划、可再生能源全额保障性收购管理办法、可再生能源绿色电力证书认购交易等政策不断出台, 推进可再生能源行业发展环境进一步改善。光伏行业已被各国政府列为朝阳性、战略性的产业, 从长期来看市场发展潜力巨大。

2016年11月29日, 国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》, 随后国家发改委、能源局相继发布《可再生能源发展“十三五”规划》和《太阳能发展“十三五”规划》。规划中明确了到2020年底太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上的发展建设目标。其中, 光伏发电装机达到



1.05 亿千瓦以上，太阳能热发电装机达到 500 万千瓦，总发电量达到 1500 亿千瓦时。《规划》所定的发展建设目标为最低限值，因此未来光伏市场仍有一定的上涨空间。

为进一步深化能源供给侧结构性改革，推进“十三五”规划全面实施，2017年2月10日，国家能源局印发《2017年能源工作指导意见》，明确了年度发展目标，计划安排光伏、光热新开工建设规模20GW，新增装机18GW；光伏扶贫规模8GW，进一步保障了光伏市场的平稳发展。

三、逐步加大研究与开发力度，持续提升核心竞争力

公司拥有经验丰富的设备制造团队和强大的研发团队等技术研发优势，搭建了自主创新硬件平台，可根据市场的需求和反馈改进原产品，并进行新产品、新工艺的研发。在流涎膜、精密涂布、粘胶方面的技术平台已经成熟，专业的设备制造团队不断在新材料产业化过程中发挥重要作用，已形成配方—工艺—设备联动的开发模式，有利于公司未来快速开展新材料项目的开发。公司新材料研究员已正式投入使用，将进一步为企业科技创新提供有力保障。

随着近年公司研发投入的持续增长，良好的品质深受下游组件厂商的信赖，品牌影响力持续提升。2016年，随着公司募投项目“年产1.8亿平方米EVA太阳能电池胶膜生产项目”



顺利完成建设并投入使用，公司EVA胶膜产能大幅提升，同时通过收购陶氏化学位于泰国的烯烴薄膜资产，进一步增强了规模优势。通过核心竞争力的持续强化以及采购商的不断多元化，提升了与上游原材料EVA树脂供应商的议价能力。

行业进入壁垒高，奠定公司竞争力基础

EVA胶膜属于光伏组件的封装专用材料，是组件制造环节中必不可少且对光伏组件质量、转换效率及寿命具有重要影响的关键材料。生产工艺技术水平的高低直接影响到产品的质量，下游客户较长时间的产品测试、认证及试用考察和品牌认知度等问题形成了进入EVA胶膜行业的高壁垒。

配方、改性技术、生产工艺、关键生产装备等专业技术对EVA胶膜的透光率、收缩率、延伸率、剥离强度、交联度、耐老化等指标有决定性作用，企业需经过多年的摸索和生产工艺的不断改进才能设计出合理的生产线和关键装备，得到理想的配方和工艺参数以确保产品品质。公司经过近5年的自主开发，完全掌握了EVA胶膜的全套生产技术，2008年所产的EVA胶膜的粘接强度、抗紫外线强度、收缩率等主要技术指标已达到或超过国外产品，成为国内EVA胶膜第一大供应商，并跻身世界前三强。由于EVA胶膜的生产存在较强的技术壁垒，生产厂家数量较少，且国内厂家的产品质量和规模



达到世界领先水平的企业很少。目前,全球范围内的EVA胶膜供给基本由美国、日本、中国和韩国主导,主要生产厂家为:美国胜邦(STR)和3M、日本三井化学(Mitsui Chemicals Fabro)和普利司通(Bridgestone)、中国福斯特、韩国SKC和韩华等。

由于光伏电站的运营期为25年甚至更久,若在运营期内出现胶膜透光率下降、变黄、老化失效等问题,都将影响太阳能电池组件效率,进而导致光伏电站发电量大幅下降而使得盈利能力降低。一般大型光伏组件企业对EVA胶膜均采用至少6个月的自主检测及认证后才会试用,进而批量采购。

国内光伏组件出口比重较高,产品出口需经TUV、UL等国际检测机构的认证才能进入相关进口国。作为太阳能电池组件的重要配料,更改EVA胶膜的厂商和产品型号需进行重新认证,因此也使得组件厂商在取得质量认证后不会轻易更换原材料供应商。

技术和规模优势,造就公司强大竞争力

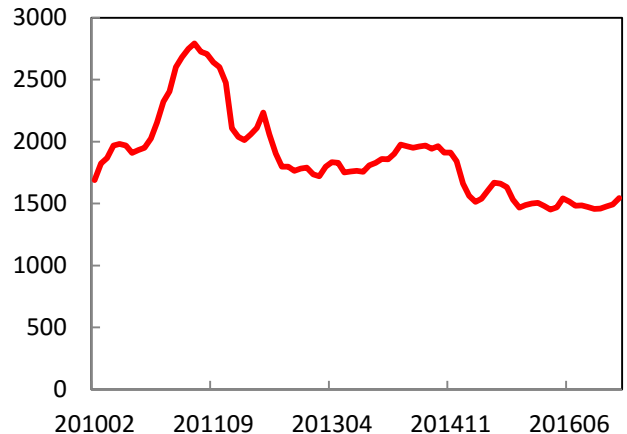
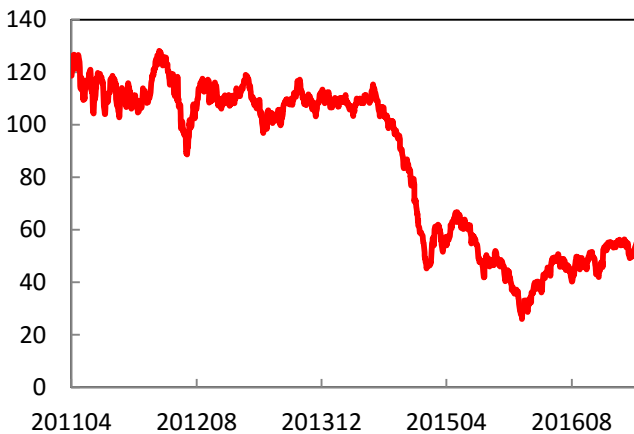
依靠公司经多年自主研发的关键生产设备、先进生产工艺以及不断增长的规模化生产能力,使得公司的产品成本低于竞争对手。2016年,公司募投项目“年产1.8亿平方米EVA太阳能电池胶膜生产项目”和“续建光伏材料研发中心项目”



顺利完成建设, EVA胶膜产能达到4.54亿平米, 进一步为公司抢占市场先机及提升研发水平奠定了良好基础。

图 11 布伦特原油现货价(单位: 美元/桶)

图 12 初级形状 EVA 进口均价(单位: 美元/吨)

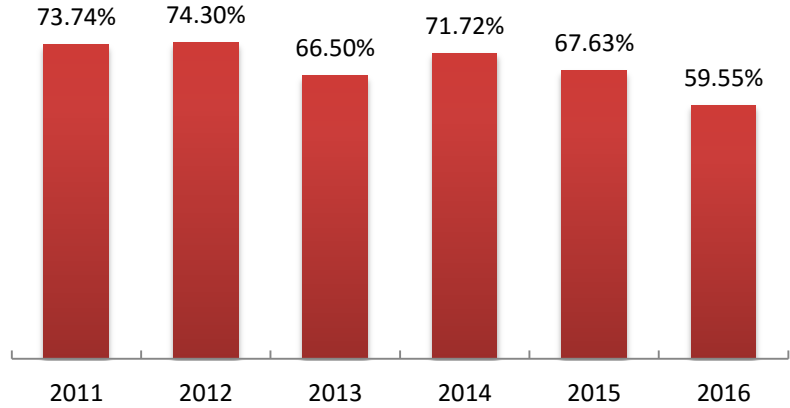


数据来源: Wind, 国家能源局, 山西证券研究所

原辅材料供应多元化, 提升公司议价能力

原材料为EVA树脂(VA含量为28%~33%左右), EVA树脂成本占比在80%以上。EVA树脂作为原油的衍生产品, 其价格与原油价格存在着密切联系。相对于大宗树脂品种(如发泡材料用), 光伏级EVA树脂的行业应用范围较窄、用量较小, 和LDPE(低密度聚乙烯)等千万吨级的常规树脂品种相比, EVA树脂是一个小品种产品, 因此使得以往石化企业不太重视光伏级EVA树脂的生产, 从而造成生产厂商不多而导致EVA胶膜行业供应商集中度较高。

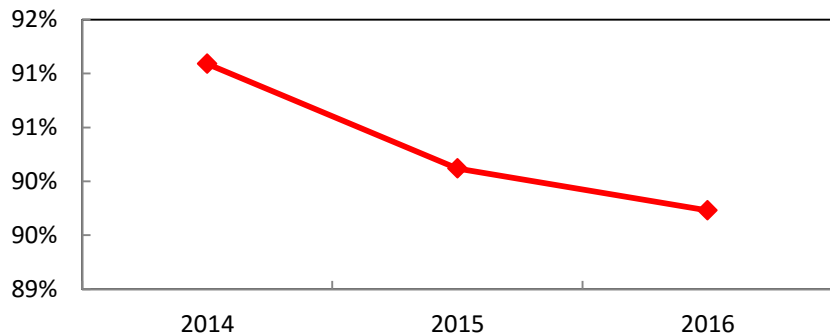
图 13 历年向前五大供应商采购金额占总采购金额比例情况



数据来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

EVA树脂可以和LDPE共线生产, 常规石化企业可以比较容易转产EVA树脂(存在一定的转产周期), 且一般LDPE单线产能较大(一旦至少10万吨), 只要有生产线转产, EVA树脂产能将以数万吨数量级增长, 或能较快改变光伏级EVA树脂的供需情况。随着近年光伏发电市场的快速增长, 亚洲地区的主要石化企业均已进行已有EVA树脂扩产计划或是逐步转向EVA树脂供应商行列。

图 14 公司 EVA 胶膜直接材料成本占总成本比例变化情况



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所



公司在原材料采购端也逐步多元化,2014-2016年向前5名供应商采购金额占采购总额的比例分别为71.72%、67.63%、59.55%,持续降低公司原材料采购风险,进一步提升公司原材料采购端的议价能力。

四、全球化布局,加速拓展海外客户

在欧美国家不断对国内光伏产品举起“双反”大旗以及全球贸易保护主义的抬头背景下,作为全球最大的光伏产品生产国,国内光伏制造企业近年加快了布局海外的步伐。福斯特的下游主要客户为国内组件制造商,因此,为适应全球光伏制造业的大转移以及为规避国内市场比重占比过大造成的风险,近几年也逐步加快全球布局的步伐,通过并购及新建方式快速引入先进技术和产能,同时加速拓展海外新客户,国外营业收入连年增长,2016年同比增加39.41%。

收购陶氏化学泰国烯烴薄膜资产

烯烴薄膜封装材料主要应用于薄膜电池和双玻组件的封装。为快速扩展公司的产品系列,进一步提高在光伏封装材料的领先地位,2016年公司及全资子公司“福斯特材料科学(泰国)有限公司”出资800万美元购买陶氏化学公司及其子公司陶氏化学泰国有限公司烯烴薄膜部分厂房设备类资产及“ENLIGHT等相关商标专利使用授权”。泰国公司在当地已



完成土地购买手续,新厂房已开工建设,未来计划开展光伏封装材料的生产和销售,主要负责配套下游客户在泰国的生产基地,并开拓海外客户。

加快海外客户的拓展力度

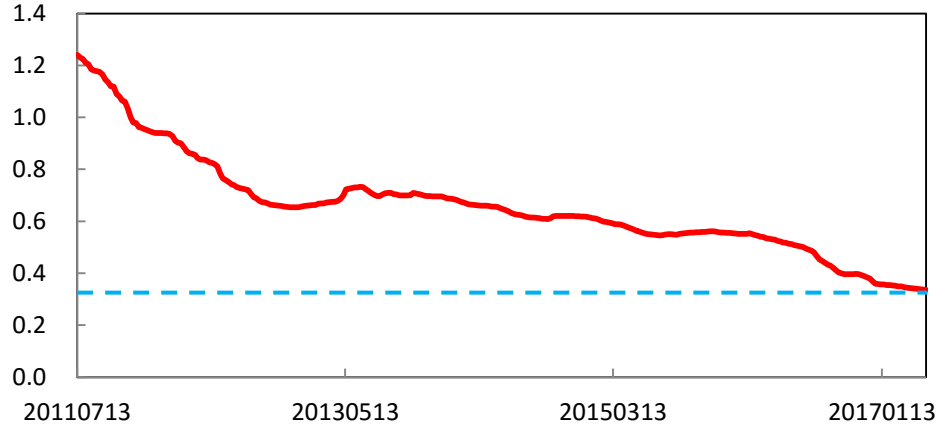
公司经过13年的发展,良好的品质经受了市场的验证,获得了业界的认可。随着光伏产业重心的不断转移,公司通过不断创新完善产品系列外,加快了海外客户的拓展力度,2016年通过不断努力,完成了全球最大的薄膜太阳能电池制造商美国First Solar、日本夏普等海外大客户的开发,近年国外营业收入增长速度远快于国内,2015年国外营业收入5.37亿元,同比增长57.55%;2016年国外营业收入7.49亿元,同比增长39.41%。从整体收入结构看,外销市场未来仍有较大的增长潜力。

五、产品价格下滑,短期业绩承压

2017年一季度公司光伏胶膜和背板的出货量分别增长17.25%和62.89%,但由于光伏胶膜和背板平均销售价格分别同比下降12.22%、15.79%,且EVA树脂平均采购单价上涨5.8%,导致公司净利润同比下降37.32%。预计二季度受“6·30”节点的影响,业绩会有所回升,但全年业绩增长压力较大。

光伏组件价格持续走低，产品价格呈现下降趋势

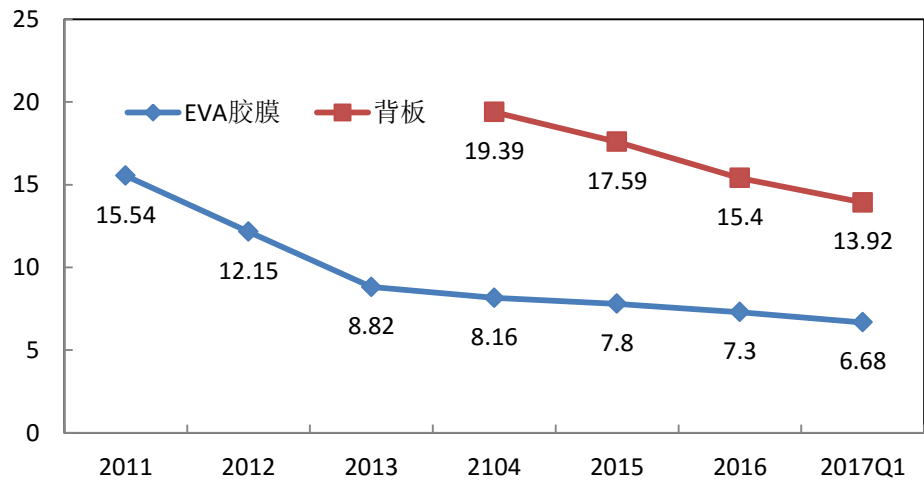
图 15 全球晶硅太阳能电池组件现货周平均价（单位：美元/瓦）



数据来源：Wind，山西证券研究所

由于国家光伏发电财政补贴逐年下调的政策及加快推进光伏发电平价上网的目标，使得光伏组件及其他光伏产业链相关产品的价格均出现持续下降的趋势，导致公司主营产品光伏胶膜和背板价格受到影响。

图 16 福斯特 EVA 胶膜销售价格走势（单位：元/平方米）



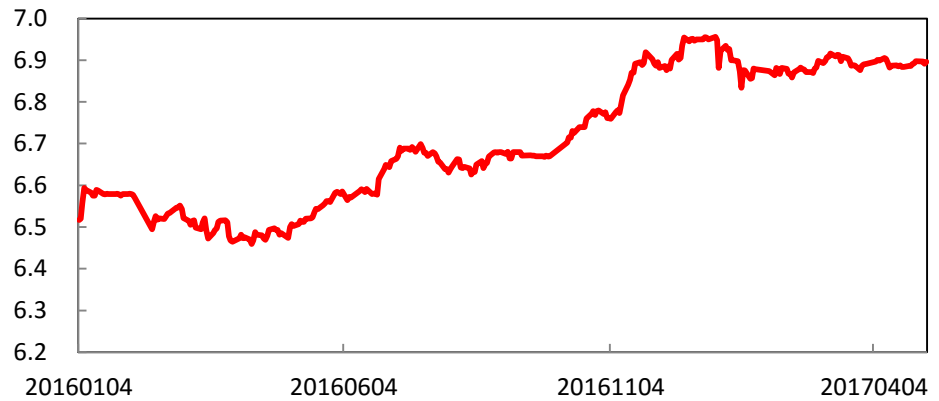
数据来源：公司年报，山西证券研究所



美元兑人民币汇率持续高位，EVA树脂采购价格上涨

公司主要原材料EVA树脂大部分为进口，而进口主要采用美元未结算货币，因此汇率的波动会影响公司的盈利水平。近年，美元兑人民币汇率持续走高，2017年第一季度汇率持续保持高位。

图 17 美元兑人民币汇率走势



数据来源: Wind, 山西证券研究所

产能瓶颈期，产品销售短期难有大突破

在光伏产业方面，随着2016年公司募投项目“年产1.8亿平方米EVA太阳能电池胶膜生产项目”的投产，目前产能已达4.54亿平方米。背板产能为3400万平方米，由于2016年海外大客户的破产重整，使得背板产能利用率为59.33%。从公司在建工程项目来看，并未有新规划光伏胶膜和背板产能的计划。



在新材料项目方面,“年产400万平方米单面无胶挠性覆铜板项目”和“年产2.16亿平方米感光干膜项目”依然在建设过程中。

表 2 2016 年福斯特主营产品产能情况

产品类别	产能	产能利用率
光伏胶膜	46722.50	103.30%
光伏背板	2017.27	59.33%

数据来源:公司年报,山西证券研究所

可以看出,短期的产能瓶颈使得公司在2017年的经营业绩难有较大突破,直至新材料项目投产后或将为公司更长远发展及更好地业绩增长作出贡献。

六、盈利预测和投资建议

盈利预测

通过分析光伏行业整体发展趋势,结合福斯特公司现状,对公司未来发展进行盈利预测,相关预测分析如下:

- (1) 预测2017年全球光伏新增装机将保持增长态势。
- (2) 随着海外客户开发力度的持续加大,2017年福斯特海外业务将继续快速增长。
- (3) 2016年背板业务受海外大客户破产重整影响导致全

年保持平稳略有增长, 预测2017年背板业务将有较大增长。

表 3 公司主营产品收入预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(亿元)	39.52	40.13	41.18	42.76
EVA 胶膜	34.12	32.41	31.44	30.81
背板	3.05	4.98	4.73	4.73
烯炔薄膜	14.12	1.84	2.02	2.22
光伏发电	0.10	0.07	0.16	0.16
热熔网膜	0.33	0.33	0.33	0.33
感光干膜	0	0	2	4
毛利率(%)	30.28%	19.51%	21.13%	23.47%

数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

相对估值

由于A股市场上不能找到与福斯特主营业务以EVA胶膜为主业的可比公司, 因此选择背膜制造商中来股份(300393.SZ)、单晶龙头隆基股份(601012.SH)、多晶组件及系统集成商协鑫集成(002506.SZ)和逆变器龙头阳光电源(300274.SZ)作为可比公司进行相对估值分析。通过与可比公司的对比可知, 2017年平均PE估值为23。考虑到福斯特全球EVA胶膜龙头地位稳固, 主营产品光伏封装胶膜、背板的特殊性, 新材料业务的高成长预期, 给予公司2017年32倍PE估值。

表 4 福斯特与可比公司的 PE 比较

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS			P/E		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
中来股份	300393.SZ	53.51	1.87	2.77	3.74	28.57	19.34	14.32
隆基股份	601012.SH	17.23	0.99	1.25	1.56	17.48	13.77	11.08
协鑫集成	002506.SZ	4.26	0.15	0.20	0.16	27.95	21.04	27.22
阳光电源	300274.SZ	9.75	0.51	0.62	0.72	18.95	15.72	13.46
平均 P/E						23.24		

数据来源: Wind 一致预测, 山西证券研究所
注: 股票价格为 2017 年 5 月 3 日收盘价。

投资建议

预测公司2017-2019年的营业收入分别为40.29亿元、42.31亿元和44.52亿元, 净利润分别为4.89亿元、6.36亿元和7.90亿元, 股东权益分别为53.31亿元、59.67亿元和67.57亿元, 对应每股收益分别为1.22元、1.58元和1.97元, 每股净资产分别为13.26元、14.84元和16.81元。结合相对估值结果, 公司稳定的龙头地位以及新材料业务拓展预期, 首次覆盖, 给予福斯特“增持”评级。

七、风险提示

- (1) 光伏装机增速不达预期;
- (2) 新业务市场拓展不及预期。

表 5 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					营业总收入	3,967.75	4,029.24	4,134.10	4,292.07
每股收益-基本(EPS)	2.11	1.22	1.39	1.65	营业成本	2755.18	3243.25	3260.61	3284.71
每股净资产(BPS)	12.04	13.26	14.65	16.30	营业税金及附加	22.98	23.34	23.95	24.86
每股经营现金流	0.73	1.09	1.24	1.45	营业税金率	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
成长性指标(%)					销售费用	63.99	64.98	66.67	69.22
营业收入增长率	18.27%	1.55%	2.60%	3.82%	销售费用率	1.61%	1.61%	1.61%	1.61%
EBITDA 增长率	9.21%	-43.13%	18.95%	24.09%	管理费用	209.37	213.11	218.94	229.66
EBIT 增长率	7.78%	-47.11%	16.38%	21.22%	管理费用率	5.28%	5.29%	5.30%	5.35%
净利润增长率	30.97%	-42.29%	14.13%	18.60%	EBITDA	973.65	553.72	658.66	817.31
固定资产增长率	74.57%	10.21%	76.98%	10.21%	EBIT	916.23	484.56	563.94	683.62
总资产增长率	13.68%	10.91%	9.38%	9.96%	财务费用	10.62	-5.03	-5.86	-6.69
盈利性指标(%)					非经常性或经常性损益	78.21	78.21	78.21	78.21
毛利率	30.28%	19.51%	21.13%	23.47%	利润总额	983.82	567.81	648.01	768.53
EBITDA/营业收入	24.54%	13.74%	15.93%	19.04%	所得税	136.06	78.53	89.62	106.29
EBIT/营业收入	23.09%	12.03%	13.64%	15.93%	有效所得税率	13.83%	13.83%	13.83%	13.83%
净利润率	21.37%	12.14%	13.51%	15.43%	净利润	847.76	489.28	558.39	662.24
净资产收益率(ROE)	18.61%	9.62%	9.95%	10.65%	少数股东损益	0.02	0.02	0.02	0.02
资产回报率(ROA)	16.41%	8.44%	8.75%	9.46%	归属母公司股东净利润	847.74	489.26	558.37	662.22
偿债能力指标					资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动比率	7.08	6.74	6.62	7.31	货币资金	324.22	682.72	489.93	847.88
速动比率	6.33	5.99	5.87	6.56	应收款项	2,040.41	2,072.03	2,125.95	2,207.19
现金比率	2.21	0.91	0.66	1.14	存货	477.89	562.25	560.87	558.69
EBITDA/财务费用	91.67	-109.98	-112.34	-122.19	预付款项	95.29	112.11	111.83	111.40
营运能力指标(倍)					其他流动资产	1,581.05	1,605.55	1,647.34	1,710.28
应收款项周转率	2.17	1.96	1.97	1.98	非核心资产(净额)	144.14	144.14	144.14	144.14
存货周转率	6.04	6.24	5.81	5.87	固定资产	695.03	765.96	1,355.64	1,493.99
应付款项周转率	5.57	5.55	5.17	5.22	无形资产	138.49	151.18	231.76	257.71
固定资产周转率	7.26	5.52	3.90	3.01	资产总计	5,496.52	6,095.93	6,667.45	7,331.27
总资产周转率	0.77	0.70	0.65	0.61	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	应付款项	536.85	631.62	630.07	627.62
净利润	847.76	489.28	558.39	662.24	预收款项	26.34	26.75	27.45	28.50
折旧摊销	57.42	69.16	94.72	133.69	其他应付款	75.13	88.39	88.17	87.83
营运流动资金减少	(639.43)	(48.86)	(95.13)	(143.31)	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流合计	295.09	438.11	499.83	584.42	长期经营性负债	16.74	18.45	32.65	35.98
固定资产购建	(353.27)	(135.74)	(679.64)	(264.75)	负债合计	655.07	765.21	778.34	779.93
无形资产购建	(44.36)	(17.04)	(85.33)	(33.24)	股本及资本公积	1,913.81	1,913.81	1,913.81	1,913.81
投资活动现金流合计	(517.23)	(74.56)	(686.76)	(219.78)	留存收益	2,926.20	3,415.46	3,973.84	4,636.06
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	1.44	1.45	1.47	1.48
股本及资本公积增加	(0.03)	0.00	0.00	0.00	股东权益合计	4,841.45	5,330.72	5,889.11	6,551.34
融资活动现金流合计	(236.34)	(5.04)	(5.87)	(6.70)	负债和股东权益合计	5,496.52	6,095.93	6,667.45	7,331.27

数据来源:公司报表,山西证券研究所



投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

- 买入: 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持: 相对强于市场表现 5 ~ 20%
- 中性: 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动
- 减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

- 看好: 行业超越市场整体表现
- 中性: 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡: 行业弱于整体市场表现

重要声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

