



产能快速放量 规模效应显现

——福斯特 (603806) 调研快报

2014年12月01日

推荐/首次

福斯特

调研快报

关注 1：公司 EVA 胶膜产销全球第一，三季度以来产品单价稳定。

公司的主营产品是太阳能电池封装材料 EVA 胶膜，今年上半年占公司营收的 91.5%。公司原有产能 1.9 亿平方米，产销率超过 100%。但由于 2011 年以来光伏行业下游需求疲软，大量组件厂商亏损、甚至破产，导致行业上游利润被严重挤压。公司 EVA 胶膜产品均价从 2012 年的 12.15 元/平方米下滑至今年上半年的 8.26 元/平方米，毛利率也从 45.53% 下降至 32.24%。经过两年来激烈的市场竞争和行业洗牌，目前 EVA 胶膜国内市场集中度较高，而公司的主要竞争对手日本三井、普利司通、美国 3M、韩国 SKC 等都没有扩产计划。三季度以来，光伏产业整体有所回暖，组件企业开始盈利，使得公司产品价格止跌。公司 IPO 募投项目的 1.8 亿平方米产能中约有三分之一可在今年年内投入试生产，会为今年的营业收入带来一定的增长，明年公司还将视市场情况继续释放三分之一产能。通过有效扩张，目前公司 EVA 胶膜产能和销量已成为全球第一。此外，公司还非常重视 EVA 胶膜可靠性的提升，如抗 PID 及抗蜗牛纹。凭借产品的高性价比，国内大组件厂商和很多国外厂商都成为了公司的客户，而公司会挑选发展快，盈利好，资金链稳定的组件企业作为主要客户。

另外，随着原油价格的暴跌，原料 EVA 树脂粒子的价格有所回落，但其受油价下跌的影响不是很大，传导效应慢。

关注 2：公司背板产能翻倍，规模效应显现。

公司另一大产品是太阳能电池背板，也是光伏封装材料，其根据制作工艺可分为复膜型和涂覆型。目前复膜型是市场中的主流工艺，以氟膜形式通过胶黏剂复合在 PET 基膜上，早期由于杜邦公司的 Tedlar 氟膜专利垄断，价格居高不下，供货不稳定。涂覆型则是以氟碳涂料直接涂覆在 PET 胶膜上，不需要胶黏剂，具有成本优势，且性能与复合型产品相比无明显差异，但新产品被客户接受需要一定时间，市场份额仅为 10% 左右。

公司从 2009 年开始研发、生产背板产品，复合型和涂覆型都有，后者占比在 80% 以上。与其他光伏组件配材类似，背板的低成本化趋势也很明显，以公司的涂覆型背板为例，2012 年该产品均价为 25 元/平米，而今年上半年产品均价在 20 元/平方米左右。但公司通过自筹资金，背板产能扩张很快，去年全年背板产能为 400 万

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

王逸萌

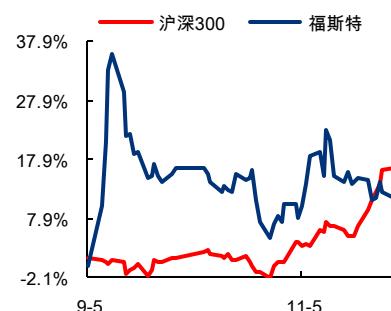
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	43.62-39.14
总市值 (亿元)	175.35
流通市值 (亿元)	26.17
总股本/流通 A 股(万股)	40200/6000
流通 B 股 H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	7.57

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《福斯特 (603806) 新股定价：国内 EVA 胶膜绝对龙头企业》2014-08-29

平方米，今年前三季度已销售 600-700 万平方米，预计全年可实现 1000 万平方米的产量，产能同比翻倍，明年还将继续扩产。产能快速扩张降低了产品的单位成本，目前毛利率与去年相比略有下降。背板产品主要向公司积累的稳定客户推广，大多为国外组件厂商。背板是光伏产业链中唯一尚未实现大规模国产化的产品，我们认为产品格局未定、市场集中度低、空间很大，公司将受益于进口替代进程。

关注 3：公司研发实力雄厚，新产品储备丰富。

公司研发团队分材料、技术、设备三组，每组几十人，研发实力雄厚。公司新研发的共聚烯烃封装膜是 EVA 胶膜的同类产品，具有透光性高、水汽阻隔性好等优势，国外厂商陶氏、三井、3M 都有类似产品，而公司是国内首家可以批量生产的厂商。此外，公司的太阳能电池用一体化产品已在中试阶段，这种产品把胶膜和背板结合起来，对于组件厂商来说将简化其人工成本，适合自动化生产，符合未来发展方向。公司作为 EVA 胶膜龙头企业，相较于其他背板厂家，了解 EVA 胶膜特性，更具研发优势。未来，公司将保持自有研发传统，配合优质项目投资，向功能性膜材料公司转型。

结论：

公司是太阳能电池封装材料 EVA 胶膜龙头企业，年底产能 2.5 亿平方米，在建产能 1.2 亿平方米，产销量居全球首位。公司背板产能在今年也实现了翻倍，预计年底将达到 1000 万平方米。随着三季度以来光伏市场整体回暖，公司订单产品饱满，EVA 胶膜和背板单价止跌企稳。我们认为随着国家分布式电站政策的逐渐明朗，以及新兴光伏市场的政策推广，公司将受益于光伏产业链的回暖。我们预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 1.13 元、1.45 元和 1.77 元，对应 PE 分别为 38X、30X、25X。首次关注给予“推荐”评级。

盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1686	1876	3254	3491	3836	营业收入	2194	1957	2212	2830	3490
货币资金	573	540	1688	1471	1324	营业成本	1222	1203	1520	1952	2407
应收账款	491	508	576	737	908	营业税金及附加	16	14	11	14	17
其他应收款	2	2	2	3	4	营业费用	34	37	38	48	59
预付款项	21	47	77	116	164	管理费用	127	112	122	156	192
存货	187	211	271	348	429	财务费用	1	-5	-6	-16	-14
其他流动资产	0	3	3	3	3	资产减值损失	222.58	-92.92	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	416	472	832	1063	1282	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	8.64	0.50	0.50	0.50
固定资产	149	219	313	604	857	营业利润	571	698	528	676	829
无形资产	94	98	88	78	68	营业外收入	20.22	7.31	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	5	5	5	5	5	营业外支出	5.08	7.30	2.00	2.00	2.00
资产总计	2103	2347	4085	4554	5118	利润总额	586	698	536	684	837
流动负债合计	296	435	283	345	411	所得税	84	103	80	103	125
短期借款	41	180	0	0	0	净利润	502	596	456	581	711
应付账款	172	154	208	267	330	少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
预收款项	21	11	13	16	19	归属母公司净利润	502	596	456	582	712
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	592	717	563	729	896
非流动负债合计	5	11	11	11	11	11BPS (元)	1.47	1.74	1.13	1.45	1.77
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	301	446	295	357	422	成长能力					
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2	营业收入增长	-10.8%	-10.8%	13.0%	27.9%	23.3%
实收资本(或股)	342	342	402	402	402	营业利润增长	-20.2%	22.3%	-24.4%	28.1%	22.6%
资本公积	0	0	1511	1511	1511	归属母公司净利润	-17.8%	18.5%	-23.4%	27.6%	22.3%
未分配利润	1347	1409	1592	1825	2109	获利能力					
归属母公司股东	1801	1901	3791	4199	4697	毛利率(%)	44%	39%	31%	31%	31%
负债和所有者权	2103	2347	4085	4554	5118	净利率(%)	23%	30%	21%	21%	20%
现金流量表						总资产净利润(%)	24%	25%	11%	13%	14%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	28%	31%	12%	14%	15%
经营活动现金流	318	407	288	241	352	偿债能力					
净利润	502	596	456	581	711	资产负债率(%)	14%	19%	7%	8%	8%
折旧摊销	20	24	41	69	82	流动比率	5.70	4.31	11.49	10.12	9.34
财务费用	1	-5	-6	-16	-14	速动比率	5.07	3.83	10.54	9.11	8.29
应付帐款的变化	0	0	54	59	62	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	2	3	3	总资产周转率	1.22	0.88	0.69	0.66	0.72
投资活动现金流	-91	-83	-400	-300	-300	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.00	12.02	12.21	11.90	11.69
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	9	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	1.47	1.74	1.13	1.45	1.77
筹资活动现金流	47	-461	1260	-159	-200	每股净现金流(最新	0.80	-0.40	2.86	-0.54	-0.36
短期借款	41	180	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.27	5.56	9.43	10.44	11.68
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	60	0	0	P/E	29.67	25.07	38.45	30.13	24.64
资本公积增加	0	0	1511	0	0	P/B	8.28	7.85	4.63	4.18	3.73
现金净增加额	274	-137	1148	-218	-147	EV/EBITDA	24.29	20.29	28.16	22.04	18.09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，6年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014年6月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。