

福斯特 (603806) 半导体

—EVA 膜龙头企业，布局电子电路材料

投资评级 增持 评级调整 收盘价 38.99 元

投资要点：

- 光伏封装材料业务快速增长。**公司是 EVA 胶膜全球最大生产企业，2015 年产能 3.3 亿平方米，实际产量达到 3.8 亿平方米，销量 3.7 亿平方米，同比增长 43%；背板生产量 1825 万平方米，销量 1704 万平方米，同比增长 76%，进入全国前三。预计 2016 年 EVA 胶膜的产销将超过 4 亿平方米，背板产销在 3000-3500 万平方米，维持高增速。
- 布局电子电路材料，未来多样化发展。**为了打破单一光伏业务的局限，公司在自有技术的基础上积极布局多项新材料项目，包括 1) 江山福斯特 20MWp 农（林）光互补光伏电站项目，2016 年即可实现并网发电；2) 年产 2.16 亿平方米感光干膜项目，建设期 5 年，2016 年底实现小量销售；3) 年产 400 万平方米单面柔性覆铜板（FCCL）项目，建设期 3 年，2016 年底实现小量销售；4) 年产 500 万平方米铝塑复合膜项目；5) 年产 1000 吨有机硅封装材料项目。其中光伏电站项目主要是缓解应收账款的压力，公司的愿景始终是做好材料，光伏电站项目建设完成后考虑出售；寄予厚望的项目是感光干膜和 FCCL 项目，感光干膜的市场规模在 50-60 亿，FCCL 市场规模在 30 亿左右，目前全球市场份额都掌握在日本、台湾等企业手中，电子电路材料是公司未来的重点产品，公司未来的规划是降低光伏封装材料在营收中的份额到 50%以下。

估值和投资建议：

福斯特在光伏封装材料领域耕耘多年，其中 EVA 胶膜 2015 年的销量为 3.7 亿平方米左右，全球市场占有率超过 45%，位列全球第一，今年产能将达到 4 亿平方米左右；背板 2015 年销量 1705 万平方米，进入全国前三，今年产能将达到 3500 万平方米左右。EVA 胶膜是公司的主要产品，占营收的 87.7%，毛利率为 33.84%。公司管理层都是技术出身，给公司的定下的目标是做好材料，因此一直坚持产品的创新，走差异化产品路线，新产品面市后将低端的差异化产品（如抗 PID 型 EVA）定价维持在普通产品的价位，这样既维持了技术领先，又能保持客户黏性。为了多样化发展，未来将光伏封装材料降低到营收 50%以下，公司建设了多个新材料项目，其中寄予厚望的是电子电路材料——感光干膜和 FCCL，将成为未来 2-3 年公司的重点产品，预计在 2017 年提供业绩。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 2.12, 2.65, 3.4，给予**增持**评级。

风险提示：1. 光伏产业发展低于预期；2. 应收账款风险；3. 新项目开展不如预期。

发布时间：2016 年 04 月 11 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	73.49/27.01
上证指数/深圳成指	
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	
股息率	

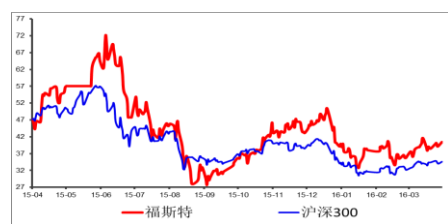
基础数据

流通股(百万股)	90.21
总股本(百万股)	402
流通市值(百万元)	3517.29
总市值(百万元)	15673.9
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	临安福斯特实业投资有限公司
持股比例	56.29%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	李朝松
执业证书编号：	S0020512080005
电 话：	021-51097188-1929
电 邮：	lichao.song@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
研究助理：	陈冠雄
执业证书编号：	S0020115080009
电 话：	021-51097188-1953
电 邮：	chenguan.xiong@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券

附录：

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1957.41	2385.86	3332.80	4049.36	5061.70	6478.97
增长率(%)	-10.78%	21.89%	39.69%	21.50%	25.00%	28.00%
归属母公司股东净利润	595.55	432.09	647.29	854.66	1068.28	1366.81
增长率(%)	18.52%	-27.45%	49.80%	32.04%	25.00%	27.94%
每股收益(EPS)	1.481	1.075	1.610	2.126	2.657	3.400
每股经营现金流	1.006	0.269	1.112	0.276	2.486	0.669
销售毛利率	38.56%	29.07%	32.84%	33.49%	33.49%	33.49%
市盈率(P/E)	26.32	36.27	24.21	18.34	14.67	11.47
市净率(P/B)	8.24	4.12	3.67	3.31	2.94	2.58
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1957.41	2385.86	3332.80	4049.36	5061.70	6478.97
减：营业成本	1202.61	1692.38	2238.29	2693.25	3366.56	4309.20
营业利润	698.19	481.62	743.53	994.90	1246.22	1597.43
归属母公司股东净利润	595.55	432.09	647.29	854.66	1068.28	1366.81
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	485.94	135.09	635.59	102.36	434.67	64.79
应收和预付款项	1121.50	1293.25	1634.33	2290.74	2615.60	3664.52
存货	211.38	481.52	438.16	585.58	694.09	943.89
其他流动资产	2.86	1783.94	1391.75	1391.75	1391.75	1391.75
长期股权投资	0.00	10.00	9.96	9.96	9.96	9.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	343.63	395.58	522.91	707.11	788.40	810.52
无形资产和开发支出	97.66	95.87	97.83	86.19	74.54	62.90
其他非流动资产	6.20	17.07	17.67	16.94	16.21	16.21
资产总计	2269.16	4212.33	4748.20	5190.64	6025.23	6964.53
短期借款	179.61	9.12	0.00	0.00	0.00	127.46
应付和预收款项	175.67	401.06	479.66	451.92	698.81	758.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	368.07	410.18	479.66	451.92	698.81	886.19
股本	342.00	402.00	402.00	402.00	402.00	402.00
资本公积	0.27	1511.83	1511.83	1511.83	1511.83	1511.83
留存收益	1558.82	1888.32	2354.71	2824.89	3412.59	4164.52
归属母公司股东权益	1901.09	3802.15	4268.54	4738.72	5326.42	6078.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01
股东权益合计	1901.09	3802.15	4268.54	4738.72	5326.41	6078.34
负债和股东权益合计	2269.16	4212.33	4748.20	5190.64	6025.23	6964.53

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，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，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn