



分析师: 邵锐  
 Tel: 021-53686137  
 E-mail: shaorui@shzq.com  
 SAC 证书编号: S0870513050001  
 研究助理: 洪麟翔  
 Tel: 021-53686178  
 E-mail: honglinxiang@shzq.com  
 SAC 证书编号: S0870116070007

### 基本数据 (截止 2017 年 12 月 11 日)

报告日股价 (元)	32.95
12mth A 股价格区间 (元)	29.03/51.01
总股本 (亿股)	4.02
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	132
每股净资产 (元)	11.97

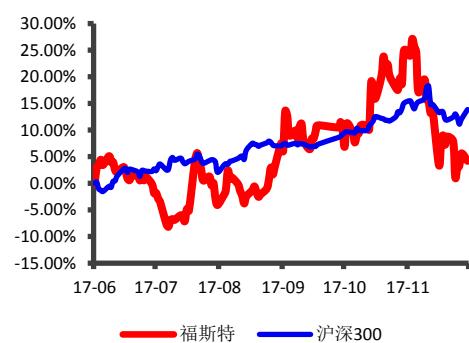
### 主要股东 (2017Q3)

杭州福斯特科技集团有限公司	56.29%
林建华	21.30%

### 收入结构 (2017H1)

EVA 胶膜	85.55%
背板	11.65%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX17-FST01

首次报告日期: 2017 年 12 月 12 日

相关报告:

## 产品价格企稳, EVA 胶膜龙头再度起航

### ■ 公司概要

福斯特是国际 EVA 胶膜龙头企业, 公司主营业务覆盖多种 EVA 胶膜产品、光伏背板等, 并且新材料业务也将逐步产生收入。公司 2017 年三季报公布, 1-9 月实现营业收入 33.99 亿元, 同比增长 15.35%; 归属于母公司股东净利润 3.70 亿元, 同比降低 39.58%; Q3 季度单季度实现营业收入 11.43 亿元, 同比增长 13.02%; 归属于母公司股东净利润 1.20 亿元, 同比减少 29.47%, 归母净利润降幅明显缩小。

### ■ 公司点评

#### EVA 胶膜龙头企业, 充分享受行业装机容量高增速红利

公司是全球 EVA 胶膜龙头企业, 市占率超过 50%, 2016 年拥有 4.54 亿平米胶膜产能, 并且仍在持续扩张中。由于对于地面电站和分布式光伏而言, 胶膜产品并无明显区分, 所以光伏胶膜仍将充分受益于行业装机容量高增速。据国家能源局统计, 2017 年 1-9 月我国新增光伏装机容量达到 43GW, 其中地面电站 27.7GW, 同比增加 3%; 分布式光伏 15.3GW, 同比增长 4 倍左右。公司 2017 年 1-9 月, 公司销售光伏胶膜 4.23 亿平米, 光伏背板 2649.77 万平米, 而 2016 年全年销售光伏胶膜 4.67 亿平米, 光伏背板 1976.86 万平米, 销售量增速可观。

#### EVA 胶膜毛利率触底回升, 原材料国产化趋势已现

受光伏补贴退坡影响, 组件价格自去年起普遍降价较多, 从而导致硅片及辅材等产业链上游产品也出现了降价潮。公司光伏胶膜产品 2016 年一季度平均售价为 7.61 元/平米, 而到 2017 年 Q2 季度均价仅为 6.65 元/平米, 每平米降价近 1 元, 光伏背板的均价也从 2016 年一季度的 16.53 元/平米降至 2017 年 Q3 季度的 13.61 元/平米。但价格幅度在 2017 年二季度之后已经得到了缓解, EVA 胶膜甚至在 Q3 季度出现了 0.09 元/平米的涨幅。尽管未来随着补贴退坡, 组件仍将有降价空间, 但我们认为作为组件中成本占比较低的辅材而言, EVA 胶膜的降价空间日趋减少。从原材料角度分析, EVA 胶膜原材料 EVA 树脂占成本的 70% 左右, 之前大部分都需要从国外进口, 采购单价在 2017 年 Q2 季度一度上升至 11.17 元/kg, 但目前价格逐步回调, 并且随着国产化率的逐步提升, 原材料成本有望进一步降低。因此, 我们认为公司毛利率低点大概率已现, 净利润修复的步伐已经迈出。

此外, 对比行业内另两家龙头企业斯威克 (东方日升) 和海优新材的 2017 年中报 EVA 胶膜毛利率数据 (16.47% 和 15.59%), 公司产品优势仍然具备一定的优势 (19.70%)。公司成功研制出白色 EVA 等附加值较高的新产品, 也是公司毛利率的另一道保障。

## 新材料业务进展顺利，非光伏领域值得期待

公司积极布局新材料领域，将降低光伏行业受政策影响的风险。感光干膜、FCCL、铝塑膜、有机硅封装材料等领域的研究正在进行，其中，感光干膜产品已经产生销售收入，新产能投产之后将会出现放量；FCCL 软板基材、铝塑膜、有机硅封装材料均有产品进入送样阶段。预计随着产能逐步建成，送样认证完成，未来新材料领域将逐步产生销售收入和利润，成为公司业绩的新增长点。

### ■ 盈利预测与估值

我们预测公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 43.21 亿、50.00 亿元和 54.02 亿元，增速分别为 9.36%、15.71% 和 8.04%；归属于母公司股东净利润分别为 5.31 亿、6.66 亿和 7.98 亿元，增速分别为 -37.31%、25.40% 和 19.78%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.32、1.66 和 1.99 元，对应 PE 为 24.9、19.9 和 16.6 倍，首次覆盖，未来六个月内，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

光伏行业政策不及预期；出现技术革新，产品被替代；新材料业务进展不及预期。

### ■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3951.61	4321.44	5000.16	5402.08
年增长率	18.57%	9.36%	15.71%	8.04%
归属于母公司的净利润	847.74	531.48	666.46	798.29
年增长率	30.97%	-37.31%	25.40%	19.78%
每股收益（元）	2.11	1.32	1.66	1.99
PE (X)	15.6	24.9	19.9	16.6

数据来源：Wind 上海证券研究所

**附表**
**附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	282	775	736	1679
应收和预付款项	2136	1995	2783	2376
存货	478	811	668	897
其他流动资产	1579	1579	1579	1579
长期股权投资	11	11	11	11
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	770	646	542	437
无形资产和开发支出	138	122	106	90
其他非流动资产	11	10	9	9
<b>资产总计</b>	<b>5405</b>	<b>5950</b>	<b>6434</b>	<b>7078</b>
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	563	727	734	806
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>563</b>	<b>727</b>	<b>734</b>	<b>806</b>
股本	402	402	402	402
资本公积	1512	1512	1512	1512
留存收益	2926	3307	3785	4358
归属母公司股东权益	4840	5221	5699	6271
少数股东权益	1	1	1	1
<b>股东权益合计</b>	<b>4841</b>	<b>5223</b>	<b>5700</b>	<b>6273</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5405</b>	<b>5950</b>	<b>6434</b>	<b>7078</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	307	591	93	1101
投资活动产生现金流量	-517	40	40	40
融资活动产生现金流量	-236	-139	-172	-199
<b>现金流量净额</b>	<b>-445</b>	<b>493</b>	<b>-39</b>	<b>943</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3952</b>	<b>4321</b>	<b>5000</b>	<b>5402</b>
营业成本	2755	3388	3889	4114
营业税金及附加	23	25	27	29
营业费用	64	74	86	92
管理费用	209	225	255	277
财务费用	11	1	-2	-11
资产减值损失	-33	30	10	10
投资收益	48	30	30	30
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>970</b>	<b>608</b>	<b>767</b>	<b>922</b>
营业外收支净额	14	12	12	12
<b>利润总额</b>	<b>984</b>	<b>620</b>	<b>779</b>	<b>934</b>
所得税	136	89	112	136
净利润	848	531	666	798
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>848</b>	<b>531</b>	<b>666</b>	<b>798</b>

**财务比率分析**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	30%	22%	22%	24%
EBIT/销售收入	25%	14%	15%	17%
销售净利率	21%	12%	13%	15%
ROE	18%	10%	12%	13%
资产负债率	10%	12%	11%	11%
流动比率	7.94	7.10	7.86	8.11
速动比率	4.29	3.81	4.80	5.03
总资产周转率	0.73	0.73	0.78	0.76
应收账款周转率	1.95	2.22	1.88	2.33
存货周转率	5.77	4.18	5.82	4.59

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。