

福斯特 (603806) :

业绩基本符合预期, 关注新材料业务推进程度

推荐 (维持)

电力设备新能源

当前股价: 34.44 元

报告日期: 2018 年 3 月 16 日

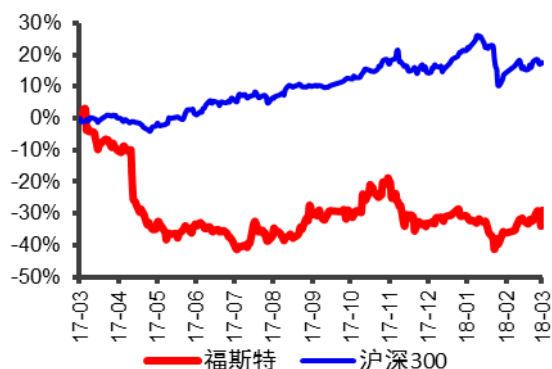
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,585	5,043	6,052	7,444
(+/-)	16.03%	10.00%	20.00%	23.00%
归属母公司净利润	582	662	945	1,351
(+/-)	-31.35%	13.73%	42.84%	42.87%
EPS (元)	1.45	1.65	2.35	3.36
市盈率	23	20	14	10
市净率	2.61	2.37	2.08	1.78
ROE	11.58%	11.92%	14.99%	18.30%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	4.02/4.02
流通市值 (亿元)	131.41
每股净资产 (元)	12.50
资产负债率 (%)	11.83%

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 16 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 45.85 亿元, 同比增长 16.03%; 归母净利润 5.85 亿元, 同比下滑 30.97%。

投资要点:

◆归母净利润下滑幅度略好于我们预期, 但毛利率回升幅度不及预期。公司 2017 年营收增速与我们预期接近, 归母净利润下滑幅度要好于我们的预期。我们分析发现, 公司 2017 年毛利率和三费均与我们预期差别不大, 实际好于预期的原因在于投资收益以及资产减值损失项目。公司 2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 销售毛利率分别为 20.25%/22.35%/22.70%/18.24%, 公司整体毛利率回升程度不及预期。2017 年, 公司研发费用支出 1.53 亿元, 同比略增 3.38%。

◆EVA 胶膜市占率进一步提升, 推广白色 EVA 和 PO 胶膜优化产品结构。2017 年公司共计销售 EVA 胶膜 5.77 亿平方米, 比上年同期增长 23.52%; 产能利用率达到 102.66%。全年公司 EVA 胶膜出货量折算装机约 48GW 左右, 我们估算其全球市占率已达到 48.97%, 较 2017H1 提升了 10.33pct.。在出口业务方面, 随着部分国外胶膜供应商退出市场, 越来越多的海外组件客户开始转向国内寻找合适的供应商, 2017 年公司出口销售额较上年同期增长 11.54%。同时, 公司持续加大白色 EVA 和 PO 胶膜的推广, 提升胶膜新产品在整体销售中的占比, 产品结构不断优化。全年 EVA 胶膜业务实现营业收入 38.87 亿元, 同比增长 13.94%; 毛利率 20.37%, 同比下滑 10.79pct.; 折算平均销售单价 6.73 元/平米, 同比下滑 7.76%。公司 EVA 胶膜上游成本主要归因于原油价格变动, 具有一定刚性; 目前公司净利润率已经下滑至 12.76%, 是历史以来的最低水平。虽然从历史数据来看, 公司 EVA 胶膜销售均价受制于下游成本下降压力一直呈现缓慢下降的趋势, 2014/2015/2016/2017 年公司 EVA 胶膜销售均价分别为每平方米 8.16/7.63/7.31/6.73 元。但我们认为, 公司 EVA 胶膜销售价格单边继续下降的空间不大, 从季度估算价格可以看出, 公司 EVA 胶膜每平方米销售价格已连续 2 个季度跟随 EVA 价格上涨而出现了企稳回升趋势。

◆背板业务大客户导入顺利, 出货量大幅增长。公司背板产品



相关报告：

◇个股报告-公司深度报告-福斯特
-603806-EVA 胶膜龙头，新材料业务潜力巨大-171128

由于去年完成国内大客户的导入，以及加强在央企及电站终端客户的推广，全年销售量增长显著，共计销售 3734.61 万平米，比上年同期增长 88.92%，产能利用率达 96.06%。全年公司背板业务实现营业收入 5.08 亿元，同比增长 66.74%；毛利率 24.28%，同比下滑 5.18pct.，折算平均销售单价 13.60 元/平米，同比下滑 11.73%。全年公司背板出货量折算装机约 6.29GW 左右，估算国内市占率已达到 11.86%。我们认为，由于基本投建产能已经处于满产运行，未来公司背板业务将保持稳定。

◆**新材料业务顺利推进，感光干膜 2018 年有望贡献销售，铝塑膜看下游市场推进程度。**2017 年度，公司感光干膜产品销售逐月增长，客户端的推广也取得一定进展，目前新厂房和新量产线正在有序建设中，预计 2018 年下半年可以完成一期产能 5000 万吨的投放并实现销售；铝塑膜已经陆续送样至部分下游客户，反馈良好，目前已有部分小客户在试用公司产品，公司将继续对产线及工艺进行改良；FCCL 已完成试生产阶段，开始送样到客户端进行测试。除了原有推进的 3 个主要新材料产品之外，公司还计划在浙江省安吉县投资 11.16 亿元设立福斯特（安吉）新材料有限公司，新增年产 20000 吨碱溶性树脂、年产 10000 吨聚酯多元醇、24000 吨光敏性丙烯酸酯单体化学品项目，项目投产后预计新增销售收入 20.3 亿元，利润 2.45 亿元。其中碱溶性树脂是光致抗蚀剂的主要成分，也是生产感光干膜的主要原材料，因其化学结构特殊、生产工艺复杂、品质要求苛刻，是感光干膜厂商重要的核心技术。碱溶性树脂投产后，可以为公司感光干膜提供配套原材料，打破感光干膜规模化生产的瓶颈。

◆**盈利预测：**基于 2018 年公司 EVA 胶膜毛利率趋稳、背板业务保持稳定以及感光干膜下半年贡献销售的前提假设，我们调整公司 2018、2019、2020 年 EPS 预测值分别为 1.65、2.35、3.36 元，维持其“推荐”的投资评级，以 FCFF 模型测算调整其目标价至 40.48 元。

◆**风险提示：**光伏新增装机大幅下滑；EVA 胶膜毛利率继续大幅下滑；白色 EVA 占比提升速度不及预期；感光干膜形成销售进度不及预期；铝塑膜推广进入不及预期等。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	302.63	1114.88	683.26	1811.12	营业收入	4584.92	5043.41	6052.09	7444.08
应收和预付款项	2510.58	2253.32	3462.49	3556.35	减：营业成本	3625.91	3933.86	4539.07	5359.73
存货	478.93	600.00	640.00	700.00	营业税金及附加	26.90	29.59	35.51	43.67
其他流动资产	1192.35	1192.35	1192.35	1192.35	营业费用	78.16	85.97	103.17	126.89
长期股权投资	12.47	12.47	12.47	12.47	管理费用	232.18	255.40	306.48	376.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	14.22	-15.95	-20.23	-28.06
固定资产和在建工程	926.69	930.92	935.15	939.38	资产减值损失	-16.12	-16.12	-16.12	-16.12
无形资产和开发支出	193.29	193.29	193.29	193.29	加：投资收益	47.83	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.26	6.15	6.05	6.05	公允价值变动损益	1.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	5623.21	6303.39	7125.06	8411.01	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	672.56	770.66	1104.22	1580.99
应付和预收款项	594.37	747.56	816.50	1027.05	加：其他非经营损益	-1.79	7.34	7.34	7.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	670.76	778.00	1111.56	1588.33
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	减：所得税	88.78	116.12	166.15	237.67
负债合计	594.37	747.56	816.50	1027.05	净利润	581.99	661.88	945.41	1350.66
股本	402.00	402.00	402.00	402.00	减：少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.02
资本公积	1511.81	1511.81	1511.81	1511.81	归属母公司股东净利润	581.98	661.87	945.40	1350.65
留存收益	3113.08	3640.07	4392.79	5468.17					
归属母公司股东权益	5026.89	5553.87	6306.60	7381.97	财务分析	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1.95	1.96	1.97	1.99	收益率				
股东权益合计	5028.84	5555.83	6308.57	7383.96	毛利率	20.92%	22.00%	25.00%	28.00%
负债和股东权益合计	5623.21	6303.39	7125.06	8411.01	三费/销售收入	7.08%	6.45%	6.43%	6.39%
					EBIT/销售收入	14.69%	15.11%	18.03%	20.96%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITDA/销售收入	16.32%	15.35%	18.23%	21.12%
经营性现金净流量	254.31	924.38	-265.99	1368.24	销售净利率	12.69%	13.12%	15.62%	18.14%
投资性现金净流量	240.61	6.82	6.82	6.82	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	-445.16	-118.95	-172.45	-247.21	ROE	11.58%	11.92%	14.99%	18.30%
现金流量净额	44.28	812.25	-431.62	1127.86	ROA	11.98%	12.09%	15.32%	18.55%
					ROIC	12.72%	13.46%	20.53%	23.23%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	增长率				
EBIT	673.63	762.05	1091.33	1560.27	销售收入增长率	16.03%	10.00%	20.00%	23.00%
EBITDA	748.43	774.05	1103.33	1572.16	净利润增长率	-31.35%	13.73%	42.84%	42.87%
NOPLAT	584.90	642.09	921.98	1320.57	总资产增长率	4.04%	12.10%	13.04%	18.05%
净利润	581.98	661.87	945.40	1350.65	资本结构				
EPS	1.45	1.65	2.35	3.36	资产负债率	10.57%	11.86%	11.46%	12.21%
BPS	12.50	13.82	15.69	18.36	投资资本/总资产	84.85%	71.24%	79.79%	67.13%
PE	22.58	19.85	13.90	9.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.61	2.37	2.08	1.78	流动比率	7.54	6.90	7.32	7.07
PS	2.87	2.61	2.17	1.77	速动比率	4.73	4.51	5.08	5.23
PCF	51.67	14.22	-49.41	9.60	股利支付率	0.00%	20.38%	20.38%	20.38%
EV/EBIT	19.13	15.85	11.47	7.31	收益留存率	100.00%	79.62%	79.62%	79.62%
EV/EBITDA	17.22	15.60	11.35	7.25	资产管理效率				
EV/NOPLAT	22.03	18.81	13.58	8.64	总资产周转率	0.82	0.80	0.85	0.89
EV/IC	2.70	2.69	2.20	2.02	固定资产周转率	5.68	5.42	6.47	7.92
ROIC-WACC	-0.26%	0.48%	7.55%	10.25%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.000	0.010	0.015	0.021	存货周转率	1.88	2.30	1.80	2.15

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>