

增持

——维持

日期：2019 年 03 月 04 日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070001

#### 基本数据（截止 2019 年 3 月 1 日）

报告日股价（元）	34.98
12mth A 股价格区间（元）	20.32/34.98
总股本（亿股）	5.23
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	183
每股净资产（元）	10.63

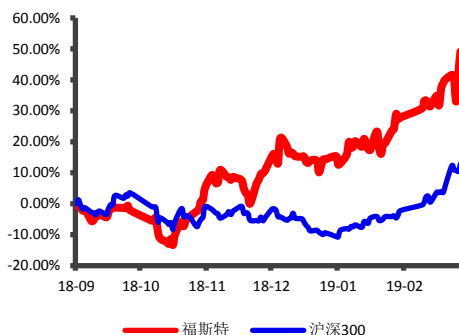
#### 主要股东（2018A）

杭州福斯特科技集团有限公司	53.63%
林建华	21.30%

#### 收入结构（2018A）

光伏胶膜	86.34%
光伏背板	10.63%
太阳能发电	0.79%
电子材料	0.61%

#### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX19-FST01

首次报告日期：2017 年 12 月 12 日

相关报告：

福斯特（603806）

证券研究报告/公司研究/公司动态

## 光伏胶膜量价齐升，感光干膜销售放量

### ■ 事件

福斯特发布 2018 年年报，2018 年全年实现营业收入 48.10 亿元，同比增长 4.90%；归属于母公司股东净利润为 7.51 亿元，同比增长 28.38%，扣非后归属于母公司股东净利润为 4.31 亿元，同比减少 20.80%。其中 Q4 季度实现营业收入 13.99 亿元，同比增长 17.99%；归属于母公司股东净利润 4.04 亿元，同比增长 87.85%；扣非后归属于母公司股东净利润为 1.30 亿元，同比下降 38.27%，由于 Q4 季度的资产减值同比增加了 1.19 亿元，剔除此部分影响，仍然同比有所提升。

### ■ 公司点评

#### 光伏胶膜继续量价齐升，原材料价格提升至毛利率下降

公司是全球 EVA 胶膜龙头企业，市占率超过 50%，其主要收入来源为光伏胶膜，主营占比达到 86.34%（含烯烃薄膜）。2018 年全年公司光伏胶膜实现营业收入 41.53 亿元，同比增长 6.84%，毛利率为 19.14%，减少 1.23 个百分点。其中 2018 年四个季度，公司分别销售光伏胶膜 1.34、1.40、1.49、1.60 亿平米，实现营业收入 9.16、9.84、10.61 和 11.92 亿元，实现环比连续上升。从售价方面来看，2018 年光伏胶膜销售均价为 7.15 元/平米，同比增长 6.19%，2018 年单季度光伏胶膜售价分别为 6.84、7.02、7.21 和 7.46 元/平米，高于去年同期的 6.68、6.65、6.74 和 6.84 元/平米，环比持续提升。原材料价格方面来看，2018 年单季度主要原材料 EVA 树脂单公斤价格为 11.00、11.06、11.61 和 11.75 元，去年同期为 10.76、11.17、10.15 和 10.63 元，原材料涨价导致 EVA 胶膜成本提升快于营业收入提升。公司继续加大研发投入，产品结构逐步优化，继续推进单玻用白色 EVA 的量产和客户端推广工作和 POE 胶膜在双面双玻组件的应用，并研发出强抗 PID 的双面 PERC 电池专用的 POE 胶膜产品；海外市场方面，公司通过长期的品牌效应及大客户战略，提升了国外市场占比，并且泰国福斯特新厂区正式交付使用，烯烃薄膜也在泰国公司旗下独立运营。

行业方面，据国家能源局统计，2018 年我国光伏新增装机 44.26GW，包括 IHS 在内的多家机构预测 2019 年我国光伏装机容量将维持现状。据 wind 统计，光伏组件出口量达到 39.28GW，同比增长 50.31%；出口金额 122.16 亿美元，同比增长 29.97%。我们认为随着出口区域政策回暖及新兴区域新增装机提升，我国光伏行业将通过出口消化过剩产能，行业格局有望进一步改善。

#### 背板销量继续提升，销售单价环比逐季下降

公司光伏背板业务发展偏慢，尽管 18 年实现营业收入 5.11 亿元，

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

同比增长 0.65%，但售价持续下降，毛利率减少 2.92 个百分点。公司 2018 年单季度销售光伏背板 881.83、1010.79、1122.43 和 1268.99 万平米，实现营业收入 1.11、1.24、1.31 和 1.45 亿元，销量持续提升；光伏背板售价分别为 12.55、12.29、11.51 和 11.45 元/平米，低于去年同期的 13.92、13.87、13.61 和 13.12 元/平米，环比继续下滑。

#### 新材料项目进展顺利，感光干膜率先突破

公司新材料项目主要为感光干膜、铝塑复合膜、FCCL、结构胶等，其中感光干膜率先取得突破，通过了国内大型 PCB 企业的测试，完成产品导入，并于四季度完成量产线产能投放，全年销售 774.55 万平米，同比增长 386.37%，公司计划继续拓展客户、增加出货量，并开展二期产能建设，预计 2020 年实现 2 亿平米产能。此外，公司铝塑复合膜及结构胶均完成客户导入并实现量产，FCCL 继续进行产品完善和客户端测试。

#### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 53.24 亿、58.98 亿元和 68.23 亿元，增速分别为 10.69%、10.78%和 15.68%；归属于母公司股东净利润分别为 6.63 亿、7.61 亿和 9.20 亿元，增速分别为 -11.79%、14.80%和 20.98%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.27、1.46 和 1.76 元，对应 PE 为 27.6、24.0 和 19.9 倍，未来六个月内，维持“增持”评级。

#### ■ 风险提示

光伏行业政策不及预期；国际形势变化，双反影响大；出现行业价格战；客户回款不及预期；新材料业务进展不及预期。

#### ■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4809.74	5323.95	5897.86	6822.85
年增长率	4.90%	10.69%	10.78%	15.68%
归属于母公司的净利润	751.26	662.67	760.76	920.36
年增长率	28.38%	-11.79%	14.80%	20.98%
每股收益 (元)	1.44	1.27	1.46	1.76
PE (X)	24.4	27.6	24.0	19.9

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	494	1342	717	1412
应收和预付款项	2809	2584	3388	3518
存货	780	511	908	715
其他流动资产	891	893	893	893
长期股权投资	14	14	14	14
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1167	1114	1062	1010
无形资产和开发支出	199	177	155	133
其他非流动资产	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>6456</b>	<b>6640</b>	<b>7140</b>	<b>7698</b>
短期借款	15	0	0	0
应付和预收款项	722	737	855	951
长期借款	0	0	0	0
其他负债	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>900</b>	<b>752</b>	<b>871</b>	<b>967</b>
股本	523	523	523	523
资本公积	1391	1391	1391	1391
留存收益	3640	3973	4355	4816
归属母公司股东权益	5554	5886	6268	6730
少数股东权益	2	1	1	2
<b>股东权益合计</b>	<b>5556</b>	<b>5887</b>	<b>6269</b>	<b>6732</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6456</b>	<b>6640</b>	<b>7140</b>	<b>7698</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	170	1174	-320	1079
投资活动产生现金流量	151	46	51	51
融资活动产生现金流量	-226	-327	-357	-435
<b>现金流量净额</b>	<b>110</b>	<b>894</b>	<b>-625</b>	<b>695</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4810</b>	<b>5324</b>	<b>5898</b>	<b>6823</b>
营业成本	3864	4247	4668	5338
营业税金及附加	19	21	24	27
营业费用	87	95	104	119
管理费用	84	287	317	366
财务费用	-5	-26	-30	-32
资产减值损失	103	-20	-20	-20
投资收益	62	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>858</b>	<b>718</b>	<b>835</b>	<b>1024</b>
营业外收支净额	-3	60	60	60
<b>利润总额</b>	<b>856</b>	<b>778</b>	<b>895</b>	<b>1084</b>
所得税	106	117	134	163
净利润	750	662	761	921
少数股东损益	-1	-1	0	1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>751</b>	<b>663</b>	<b>761</b>	<b>920</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	20%	20%	21%	22%
EBIT/销售收入	11%	14%	15%	16%
销售净利率	11%	12%	13%	14%
ROE	9%	11%	12%	14%
资产负债率	12%	11%	12%	13%
流动比率	6.46	7.03	6.73	6.72
速动比率	4.25	5.17	4.67	5.06
总资产周转率	0.77	0.81	0.83	0.89
应收账款周转率	1.80	2.07	1.82	1.96
存货周转率	4.95	8.31	5.14	7.46

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。