

福斯特 (603806.SH)

龙头再扩产，巩固竞争力

核心观点:

- **福斯特光伏胶膜产能计划扩张 5 亿平，产能增长近 70%。**福斯特 2 月 26 日公告称，公司计划投资 16.03 亿元在安徽省滁州市扩产 5 亿平光伏胶膜，其中包括 2.5 亿平方米 POE 胶膜和 2.5 亿平方米 EVA 胶膜。根据公司季报数据，2019 年前三季度公司胶膜出货量 5.47 亿平米，市场占有率超过 50%，公司产能的扩张顺应组件扩产和行业增长趋势，巩固和提升自身的领先优势。
- **行业龙头持续优化产品结构，提升竞争力。**公司产能扩张有 50%集中在 POE 胶膜领域，一方面符合了双面双玻组件的发展趋势，另一方面优化了公司产品结构和提升了价格水平。在出货量增长和市占率提升的趋势下，白色 EVA 胶膜和 POE 胶膜占比不断提升，2018 年 POE 胶膜和白色 EVA 胶膜出货占比近 20%，我们预计 2019 年末提升至约 30%，而伴随着行业的发展和公司的投入，上述产品占比将继续提升。
- **拓展电子材料，研发推动发展。**公司积极拓展新材料领域，目前感光干膜已经初见成效，已经投产 5000 万平，供应深南电路等国内龙头 PCB 公司。公司转债公告，计划在 2020 年年底将产能扩张到 2.16 亿平。同时，公司还储备了铝塑膜、FCCL 等新材料产品，通过研发打造自己在新材料领域的竞争力。
- **预计 19-21 年业绩分别为 1.47 元/股、1.88 元/股、2.36 元/股。**我们预计公司 19-20 年的业绩分别为 1.47 元/股、1.88 元/股、2.36 元/股，按照 02 月 26 日的收盘价对应的估值分别为 31.21X、24.31X、19.38X，鉴于公司在光伏胶膜领域的市场份额和定价权，且公司已拓展到电子材料，维持公司 2020 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值为 56.1 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产能扩张计划低于预期，电子材料销售不及预期。

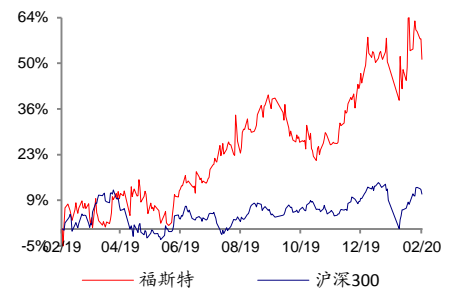
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,585	4,810	6,323	8,120	9,615
增长率(%)	16.0	4.9	31.5	28.4	18.4
EBITDA(百万元)	697	668	850	1,045	1,287
净利润(百万元)	585	751	767	984	1,235
增长率(%)	-31.0	28.4	2.0	28.4	25.4
EPS(元/股)	1.46	1.44	1.47	1.88	2.36
市盈率(P/E)	23.43	18.64	31.21	24.31	19.38
市净率(P/B)	2.73	2.52	3.80	3.29	2.81
EV/EBITDA	19.19	20.25	27.81	22.62	18.34

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	49.2 元
合理价值	56.1 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-27

相对市场表现



分析师:

华鹏伟



SAC 执证号: S0260517030001

SFC CE No. BNV178



010-59136752



huapengwei@gf.com.cn

相关研究:

福斯特(603806.SH):光伏胶膜龙头, 创新开拓增长
2019-12-19

目录索引

一、福斯特：龙头再扩产，巩固竞争力.....	3
二、投资建议与风险提示.....	4

一、福斯特：龙头再扩产，巩固竞争力

福斯特光伏胶膜产能计划扩张5亿平，产能增长近70%。福斯特2月26日公告称，公司计划投资16.03亿元在安徽省滁州市扩产5亿平光伏胶膜，其中包括2.5亿平方米POE胶膜和2.5亿平方米EVA胶膜。根据公司季报数据，2019年前三季度公司胶膜出货量5.47亿平，市场占有率超过50%，公司产能的扩张顺应组件扩产和行业增长趋势，巩固和提升自身的领先优势。

公司产能的扩张也将进一步加强其和龙头组件企业的合作。目前，根据隆基股份的公告，隆基股份已经在滁州投产5GW组件，而滁州二期5GW也在投产过程中；根据Energy Trend的消息，晶科能源计划总投资110亿元在滁州建设电池组件生产基地，预计2020年6月2.4GW产能将先行投产。我们预计晶科能源在滁州组件的规模约15GW。这样来看，滁州最新的组件产能约25GW，在1GW组件需要胶膜1100万平情况下，胶膜的需求量至少达到2.75亿平。福斯特在滁州的扩产一方面加强了和龙头组件企业的合作，另一方面也可以对周边组件产能形成近距离区域覆盖。

行业龙头持续优化产品结构，提升竞争力。公司产能扩张有50%集中在POE胶膜领域，一方面符合了双面双玻组件的发展趋势，目前来看双面双玻组件的扩展逐渐成为行业的标配；另一方面优化了公司产品结构和提升了价格水平，巩固和提升了公司的竞争力。在出货量增长和市占率提升的趋势下，白色EVA胶膜和POE胶膜占比不断提升，2018年POE胶膜和白色EVA胶膜出货占比近20%，我们预计2019年末提升至约30%，而伴随着行业的发展和公司的投入，上述产品占比将继续提升，预计将超过40%。

伴随着白色EVA胶膜和POE膜市占率的提升，公司的产品的价格也略有回升，产品结构的调整也将推动公司收入更快的增长和毛利率的回升。2018年，公司共计销售光伏封装胶膜5.8亿平米，同比基本持平，公司产品平均价格为7.46元/平米，同比增长9.06%，这主要得益于胶膜产品结构的持续优化。福斯特三季报显示，2019年前三季度，公司胶膜出货量为5.46亿平，同比增长53.44%，价格7.52元/平米，同比和环比继续提升。

拓展电子材料，研发推动发展。公司积极拓展新材料领域，目前感光干膜已经初见成效，已经投产5000万平，供应深南电路等国内PCB龙头公司，根据转债公告显示，计划在2020年年底之前扩产到2.16亿平，铝塑膜快速推进，批量化的生产值得期待，FCCL还在加紧研发推进中。公司通过研发打造自己在新材料领域的竞争力，新材料业务将为公司未来发展开辟新的增长空间。

2018年，公司感光干膜销量达到774.55万平米，同比增长386.37%，实现营业收入2936.22万元，同比增长353.44%。我们预计2019年公司感光干膜销量有望达到2000万平左右，收入规模也将突破1亿元，并逐渐成为未来公司收入的增长点。

另外，公司感光干膜原材料配套项目稳步推进，将继续推动产品竞争力的提升。公司2018年公告拟投资11.16亿元建设福斯特（安吉）新材料有限公司一期“年产20000吨碱溶性树脂”项目、二期“年产10000吨聚酯多元醇和年产24000吨光敏性

丙烯酸酯单体化学品”项目。其中一期2万吨碱溶性树脂项目为感光干膜的原材料项目，目前产能建设正在稳步推进，项目投产后将增强感光干膜原材料的供应能力，优化产能控制能力，提高产品的竞争力。

二、投资建议与风险提示

可比公司估值：在光伏行业，上市公司除了福斯特，另外主要有隆基股份与通威股份，两家公司和福斯特的市场格局情况有一定的差别，且福斯特在巩固光伏胶膜的市场地位基础上已经拓展到电子类的感光干膜，逐步打造膜类平台公司，我们也将福斯特和电池隔膜的材料公司恩捷股份进行对比，两家公司都是膜类材料的公司，都在细分领域具有明显的优势。

表 1：福斯特可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2018.02.26收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
隆基股份	601012	硅片，组件	1232	25.58	50.05	63.82	48.16	26.61	20.87
通威股份	002282	硅料，电池	717	20.18	28.39	38.35	35.53	25.25	18.69
恩捷股份	002150	电池隔膜	00	5.18	8.52	11.42	96.52	58.68	43.78

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：收盘价为 2019/02/26 日收盘价，EPS 来自 Wind 一致预期

投资建议：我们预计公司19-20年的业绩分别为1.47元/股、1.88元/股、2.36元/股，按照02月26日的收盘价对应的估值分别为31.21X、24.31X、19.38X，鉴于公司在光伏胶膜领域的市场份额和定价权，且公司已拓展到电子材料，维持公司2020年30倍PE估值，对应合理价值为56.1元/股，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张不及预期，根据公司公告，目前项目尚处在准备阶段，暂未完成备案及各级审批手续，审批结果存在一定不确定性。

电子类材料竞争激烈，在和台企和外资企业进行竞争时不免损失毛利率，且在激烈的竞争下存在着出货量不及预期的可能。

随着成本的下降全球新增光伏装机不断增长，但是政策和电网依然是装机的干扰因素，存在着光伏新增装机不及预期的可能。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,521	5,014	5,571	6,634	7,808
货币资金	339	494	291	309	338
应收及预付	2,484	2,703	3,560	4,393	5,359
存货	479	780	786	986	1,155
其他流动资产	1,220	1,037	934	946	956
非流动资产	1,182	1,442	1,748	1,948	2,232
长期股权投资	12	14	24	24	24
固定资产	808	1,109	1,355	1,515	1,705
在建工程	119	57	97	137	237
无形资产	193	199	218	218	218
其他长期资产	50	62	54	54	48
资产总计	5,703	6,456	7,319	8,582	10,040
流动负债	660	885	994	1,272	1,494
短期借款	0	15	10	10	10
应付及预收	575	668	805	1,026	1,203
其他流动负债	85	202	180	236	281
非流动负债	14	15	29	29	29
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	15	29	29	29
负债合计	675	900	1,023	1,300	1,523
股本	402	523	523	523	523
资本公积	1,512	1,391	1,391	1,391	1,391
留存收益	3,104	3,614	4,381	5,365	6,600
归属母公司股东权益	5,027	5,554	6,295	7,280	8,516
少数股东权益	2	2	2	2	2
负债和股东权益	5,703	6,456	7,319	8,582	10,040

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,585	4,810	6,323	8,120	9,615
营业成本	3,626	3,864	5,031	6,413	7,516
营业税金及附加	27	19	28	37	43
销售费用	78	87	114	162	183
管理费用	79	84	114	162	192
研发费用	153	179	215	341	404
财务费用	14	-5	1	5	7
资产减值损失	-16	103	-16	-30	-37
公允价值变动收益	1	0	-3	0	0
投资净收益	48	62	50	50	50
营业利润	677	858	882	1,080	1,357
营业外收支	-2	-3	-3	-3	-3
利润总额	675	856	879	1,077	1,354
所得税	90	106	113	93	119
净利润	585	750	767	984	1,235
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	585	751	767	984	1,235
EBITDA	697	668	850	1,045	1,287
EPS (元)	1.46	1.44	1.47	1.88	2.36

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	243	170	111	175	182
净利润	585	750	767	984	1,235
折旧摊销	75	92	30	40	10
营运资金变动	-375	-693	-684	-777	-986
其它	-42	20	-1	-72	-77
投资活动现金流	241	151	-292	-153	-147
资本支出	-204	-195	-279	-203	-203
投资变动	0	0	-10	0	0
其他	445	346	-3	50	56
筹资活动现金流	-445	-226	-22	-4	-6
银行借款	0	15	-5	0	0
股权融资	1	0	0	0	0
其他	-446	-242	-16	-4	-6
现金净增加额	38	94	-203	18	29
期初现金余额	272	305	494	291	309
期末现金余额	305	414	291	309	338

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	16.0%	4.9%	31.5%	28.4%	18.4%
营业利润增长	-30.2%	26.8%	2.8%	22.4%	25.6%
归母净利润增长	-31.0%	28.4%	2.0%	28.4%	25.4%
获利能力					
毛利率	20.9%	19.7%	20.4%	21.0%	21.8%
净利率	12.8%	15.6%	12.1%	12.1%	12.8%
ROE	11.6%	13.5%	12.2%	13.5%	14.5%
ROIC	11.5%	9.9%	11.9%	13.2%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	11.8%	13.9%	14.0%	15.2%	15.2%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	6.85	5.66	5.60	5.22	5.23
速动比率	6.06	4.74	4.72	4.35	4.36
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.79	0.92	1.02	1.03
应收账款周转率	2.05	1.88	1.83	1.90	1.84
存货周转率	7.58	6.14	6.40	6.51	6.51
每股指标 (元)					
每股收益	1.46	1.44	1.47	1.88	2.36
每股经营现金流	0.60	0.32	0.21	0.33	0.35
每股净资产	12.50	10.63	12.04	13.93	16.29
估值比率					
P/E	23.43	18.64	31.21	24.31	19.38
P/B	2.73	2.52	3.80	3.29	2.81
EV/EBITDA	19.19	20.25	27.81	22.62	18.34

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤**：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 华鹏伟**：资深分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 王理廷**：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 纪成炜**：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 张秀俊**：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 李蒙**：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。