2021 年 08 月 17 日

证券研究报告•2021 年半年报点评

福 斯 特（603806）电气设备

持有（首次）

当前价：130.90 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

光伏胶膜量价齐升，持续扩产巩固龙头地位

投资要点

- **业绩总结：**2021 年上半年公司实现营收 57.16 亿元，同比增长 69.29%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比增长 98.08%；实现扣非归母净利润 8.75 亿元，同比增长 97.81%，EPS 0.98 元。
- **光伏胶膜量价齐升，持续扩产巩固龙头地位。**2021 年上半年，光伏胶膜业务实现营业收入 52.32 亿元（未考虑分部间合并抵消，下同），同比增长 68.88%；毛利率为 25.33%，同比增加 4.48pp；光伏胶膜销量 4.61 亿平，同比增长 23.19%；对外销售均价我们估算约为 11 元/平，同比增长 35.55%。2021Q2 光伏胶膜销量 2.39 亿平，同比增长 17.55%，环比增长 8.05%，对外销售均价估算约为 10.53 元/平。报告期内公司持续扩产，新增 1.5 亿平光伏胶膜产能，进一步巩固自身市占率优势。
- **感光干膜业务拓展顺利，出货量大幅增长。**电子材料感光干膜作为公司近年来大力开拓的新业务，上半年实现营业收入 3.16 亿元，同比大幅增长 316.83%；感光干膜销量 4547.15 万平，同比大幅增长 210.95%，已超过去年全年水平。公司感光干膜产品已经完成了酸蚀、电镀及 LDI 主要市场系列的全覆盖，达到国内领先水平，目前已进入深南电路、深联科技、景旺电子、奥士康等国内大型 PCB 厂商的供应体系。其他业务方面，光伏背板实现营业收入 3.23 亿元，销量 3136.83 万平，同比增长 26.44%。
- **原材料积极备货，保障下半年交货需求。**截至 2021 年 6 月 30 日，公司存货规模 15.03 亿元，较年初增长 54.37%。从存货结构来看，原材料 8.54 亿元，较年初增长 96.38%。在 EVA 粒子供应紧张，价格上涨的背景下，公司积极备货，保障原材料供应，以满足下半年胶膜交付需求。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为光伏胶膜龙头企业，全球市占率超过 50%。公司积极扩产巩固龙头地位的同时，自主研发的感光干膜产品业务拓展顺利，收入及销量均大幅增长，有望成为公司未来新的增长点。我们预计公司未来三年归母净利润复合增长率为 20.97%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**公司产能投放不及预期的风险；全球光伏装机不及预期的风险；原材料光伏树脂、PET 膜、固化剂等成本上涨，盈利能力下降的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8393.14	12897.34	16030.83	19022.43
增长率	31.59%	53.67%	24.30%	18.66%
归属母公司净利润（百万元）	1565.01	2024.61	2329.27	2770.50
增长率	63.52%	29.37%	15.05%	18.94%
每股收益 EPS（元）	1.65	2.13	2.45	2.91
净资产收益率 ROE	17.34%	19.55%	18.97%	18.99%
PE	80	61	53	45
PB	13.80	12.02	10.14	8.54

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@swsc.com.cn

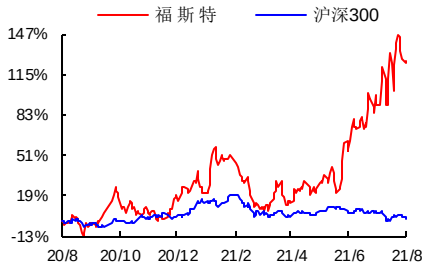
分析师：敖颖晨

执业证号：S1250521080001

电话：021-58351917

邮箱：ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

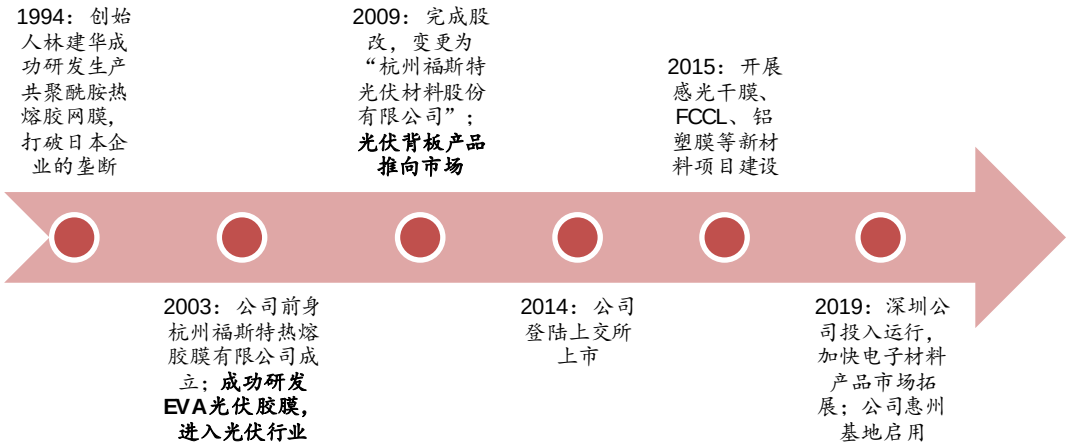
总股本(亿股)	9.51
流通 A 股(亿股)	9.51
52 周内股价区间(元)	60.89-142.8
总市值(亿元)	1,244.99
总资产(亿元)	122.75
每股净资产(元)	10.29

相关研究

1 光伏胶膜结构性成长，新材料业务扬帆起航

光伏胶膜龙头地位稳固，新材料业务空间广阔。公司作为国内光伏胶膜领域的行业龙头，2020 年市占率约 60%。公司光伏胶膜品类丰富，EVA 胶膜涵盖常规、抗 PID、抗蜗牛纹、超快速固化、白色等系列，POE 胶膜包括交联型、热塑型、白色，共挤等系列，产品品类丰富。同时，公司推出共挤型 POE 胶膜和网格透明背板来满足双面发电组件的材料需求。2015 年公司启动感光干膜、FCCL、感光覆盖膜、铝塑复合膜、水处理膜支撑材料等新材料项目建设，当前已与下游企业如深南电路、深联科技、景旺电子等国内大型 PCB 厂商达成合作。光伏胶膜与新材料产品的并驾齐驱将为公司成长带来长期驱动力。

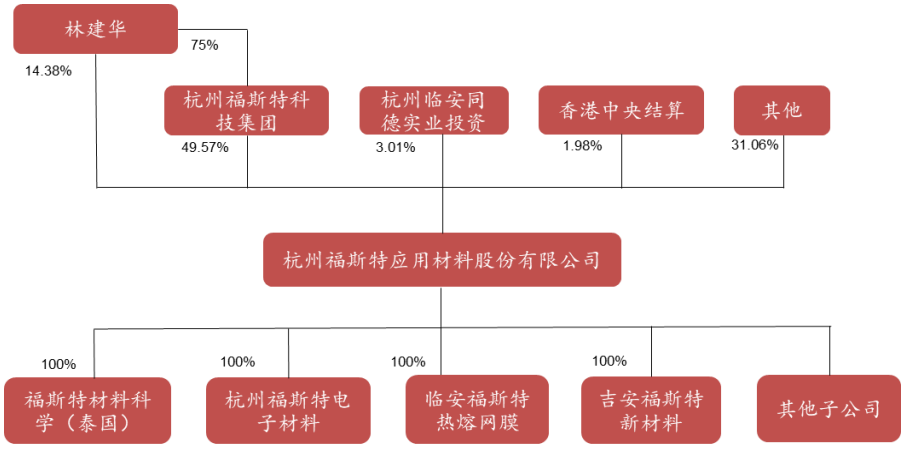
图 1：公司发展大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构集中且稳定，集团董事长为技术研发背景出身。公司控股股东为福斯特科技集团，实际控制人为集团董事长林建华，通过直接持股与间接持股的方式持有公司股份 51.56%。公司前两大股东持股比例高达 63.95%，股权结构集中且较为稳定，为公司持续稳健经营提供保障。董事长林建华为技术背景出身，曾成功研发热熔网胶膜，为公司技术研发奠定良好的基础。

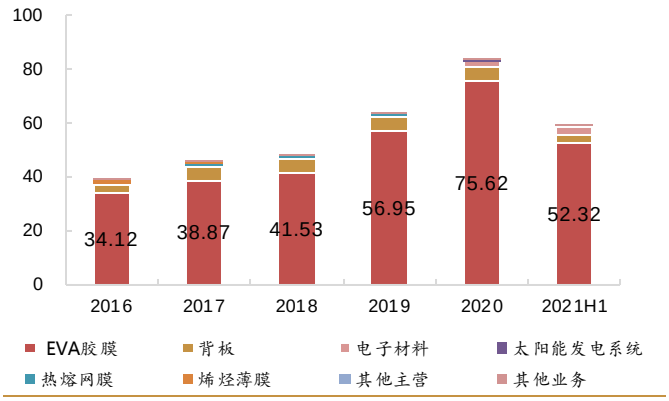
图 2：公司实际控制人为福斯特集团董事长林建华，通过直接和间接控股的方式持股比例超 50%



数据来源：Wind，西南证券整理

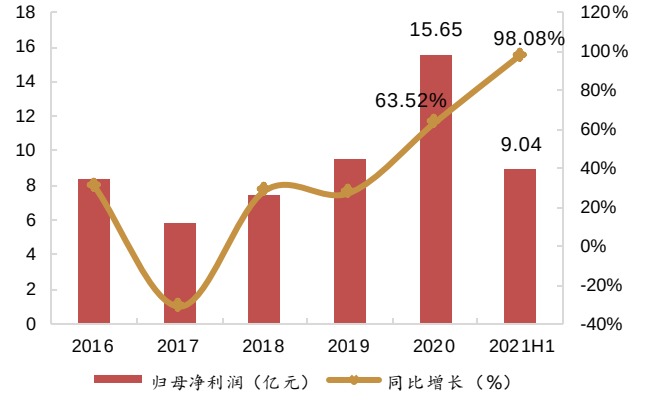
受益于光伏行业成长，近年来公司产销放量，营收和归母净利润稳步增长，行业龙头地位稳固。从公司产品结构来看，当前公司光伏胶膜业务为主要营收来源，2021H1 公司光伏胶膜营收 52.32 亿元，同比增长 68.88%，占总营收比例为 91.55%。近年来随着光伏行业的快速发展，公司光伏胶膜产销高增，营收与归母净利润整体步入上行通道。2021H1 公司实现营收 57.16 亿元，同比增长 69.29%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比增长 98.08%。

图 3：公司营收增长主要得益于光伏胶膜业务成长（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

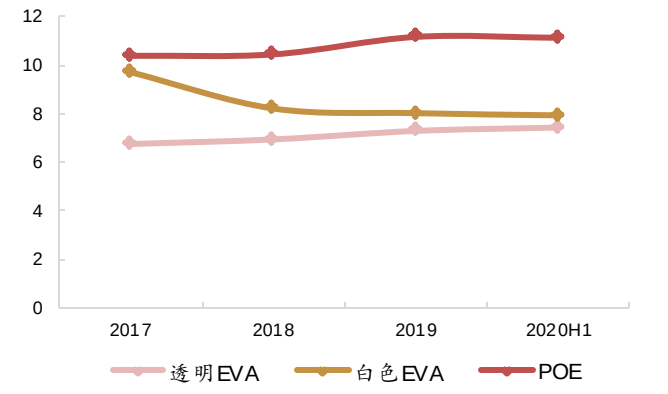
图 4：2021H1 归母净利润 9.04 亿元，同比增长 63.52%（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

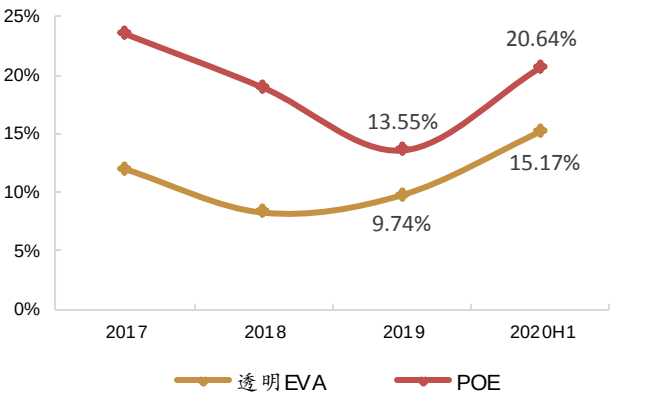
胶膜性能不断优化，叠加双玻组件渗透率不断提高，行业溢价和盈利空间愈加清晰。当前光伏胶膜产品主要分为透明 EVA、白色 EVA 和 POE 三种。其中白色 EVA 为透明 EVA 升级产品，具有更高的反射率；POE 胶膜在水汽阻隔率、耐候性和高抗 PID 方面表现更优，故高性能 POE 胶膜拥有更高的溢价和盈利空间。鉴于 POE 胶膜的优势，当前 POE 胶膜主要应用于双玻组件，因此随着终端双玻组件渗透率的提升，带动高附加值 POE 胶膜占比提升和行业盈利能力加速提升，此点从公司近年来光伏胶膜毛利率整体提升亦可印证。

图 5：POE 胶膜单位售价更高（元/平方米）



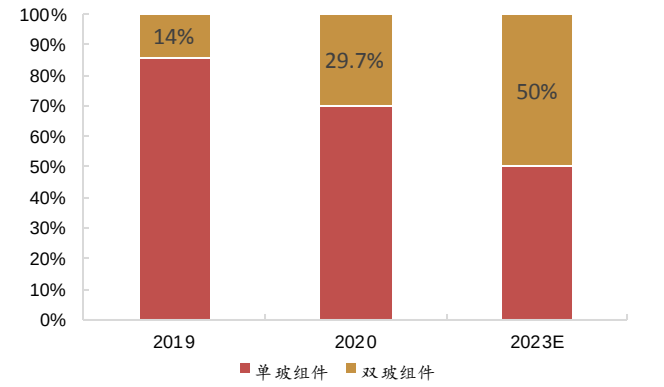
数据来源：海优新材招股说明书，西南证券整理

图 6：POE 胶膜盈利能力更强



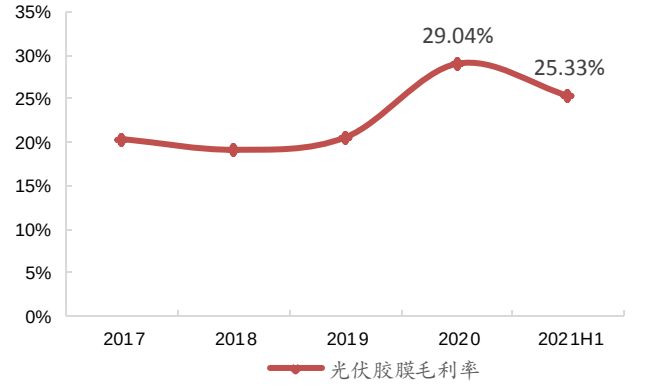
数据来源：海优新材招股说明书，西南证券整理

图 7：双玻组件渗透率仍有较大提升空间



数据来源：CPIA，西南证券整理

图 8：近年来光伏胶膜毛利率整体呈上升态势



数据来源：海优新材招股说明书，西南证券整理

产能扩张进行中，公司光伏胶膜龙头地位有望维持。2020 年末公司光伏胶膜产能达 10.51 亿平，当前在建产能项目包括滁州 5 亿平和嘉兴 2.5 亿平项目，预计 2021 年新增 3-4 亿平光伏胶膜产能，2021 年末总产能有望达 14 亿平。当前规划项目全部投产后，公司光伏胶膜产能将达 18 亿平。产能扩张将进一步巩固公司光伏胶膜龙头地位，高市占率格局有望长期保持。

表 1：规划项目全部投产后，公司光伏胶膜产能将达 18 亿平

生产基地	项目	年产能（亿平）	公告日期	备注
安徽滁州	年产 5 亿平光伏胶膜项目	5	2020.2.27	2.5 亿平 EVA+2.5 亿平 POE
浙江嘉兴	年产 2.5 亿平光伏胶膜项目	2.5	2020.9.9	

数据来源：公司公告，西南证券

电子材料业务国产化进程加速，有望成为未来公司业绩新增点。2015 年公司开始感光干膜、FCCL 等新材料产品研发，近年来已取得一定突破并贡献正向收益。当前公司感光干膜系列产品已顺利导入深南电路、深联科技、景旺电子、奥士康等国内大型 PCB 企业，产品性能和质量处于国内领先水平。同时公司通过丙烯酸树脂和碱容性树脂项目建设，有效提升感光干膜产品核心原材料的品质稳定和供给能力。2021 年上半年公司感光干膜业务实现营收 3.16 亿元，同比增长 316.83%。其他电子材料业务方面，FCCL 目前已完成小规模批量试用产品涵盖无胶单面板和无胶双面板，国产化进程有望持续推进。

表 2：电子材料项目持续扩产，感光干膜产能将超 6 亿平

生产基地	项目	年产能（亿平）	公告日期	投资总额（亿元）	备注
浙江杭州	年产 1000 万平挠性覆铜板项目	0.1	2021.7.6	6.65	2021.7 可转债项目
广东江门	年产 4.2 亿平感光干膜项目	4.2	2021.5.8	11.26	2021.7 可转债项目
广东江门	年产 2.4 万吨碱容性树脂项目	—	2021.5.8	3.05	2021.7 可转债项目
浙江临安	年产 2.16 亿平感光干膜项目	2.16	2015.12.30	5.80	2019 年可转债项目

数据来源：公司公告，西南证券

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设1：公司光伏胶膜和背板业务稳步成长，2021-2023年公司光伏胶膜销量分别为1.1亿平、1.3亿平、1.46亿平，毛利率分别为25%、23%、23%；2021-2023年公司光伏背板销量分别为0.8亿平、1亿平、1.2亿平，毛利率稳定在20%。

假设2：新材料业务加速成长：2021-2023年公司电子材料销量分别为1亿平、1.3亿平、1.8亿平，毛利率为25%。

假设3：太阳能发电系统和其他业务保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司2021-2023年分业务收入成本如下表：

表3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
光伏胶膜	收入	7562.3	11682.0	14496.3	17094.5
	增速	32.8%	54.5%	24.1%	17.9%
	成本	5366.4	8761.5	11162.2	13333.7
	毛利率	29.0%	25.0%	23.0%	22.0%
光伏背板	收入	557.9	742.3	881.5	1004.9
	增速	126.4%	33.1%	18.8%	14.0%
	成本	443.5	593.9	705.2	804.0
	毛利率	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
热熔网膜	收入	3.7	10.8	18.0	18.0
	增速		195.5%	66.0%	0.0%
	成本	2.6	7.7	13.0	13.0
	毛利率	29.7%	28.9%	28.0%	28.0%
太阳能发电系统	收入	23.68	25.00	25.00	25.00
	增速	223.0%	5.6%	0.0%	0.0%
	成本	16.9	18.0	18.0	18.0
	毛利率	28.6%	28.0%	28.0%	28.0%
电子材料	收入	183.4	450.0	585.0	810.0
	增速	203.5%	145.4%	30.0%	38.5%
	成本	147.4	337.5	438.8	607.5
	毛利率	19.6%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务	收入	17.3	20.0	20.0	20.0
	增速	174.6%	15.6%	0.0%	0.0%
	成本	15.5	18.0	18.0	18.0
	毛利率	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
其他业务	收入	37.7	50.0	50.0	50.0
	增速	208.7%	32.7%	0.0%	0.0%
	成本	15.4	25.0	25.0	25.0
	毛利率	59.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	8393.1	12897.3	16030.8	19022.4
	增速	31.6%	53.67%	24.30%	18.66%
	成本	6013.0	9699.3	12346.3	14819.1
	毛利率	28.4%	24.8%	23.0%	22.1%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏行业三家公司作为可比公司，2021 年三家公司平均 PE 为 39.47 倍。公司作为光伏胶膜龙头企业，全球市占率超过 50%。公司积极扩产巩固龙头地位的同时，自主研发的感光干膜产品业务拓展顺利，收入及销量均大幅增长，有望成为公司未来新的增长点。我们预计公司未来三年归母净利润复合增长率为 20.97%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
688680.SH	海优新材	191.89	3.54	4.87	7.09	—	39.37	27.07
601012.SH	隆基股份	85.00	2.27	2.14	2.76	40.66	39.80	30.81
601865.SH	福莱特	42.89	0.80	1.09	1.49	50.00	39.25	28.84
平均值						45.33	39.47	28.91

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1）公司产能未能如期释放的风险；

2）全球光伏装机量不及预期的风险；

3）双玻组件渗透率不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8393.14	12897.34	16030.83	19022.43
营业成本	6012.97	9699.33	12346.34	14819.11
营业税金及附加	34.90	50.45	64.03	75.46
销售费用	121.12	193.46	240.46	247.29
管理费用	143.61	515.89	561.08	570.67
财务费用	-19.45	131.42	165.29	190.05
资产减值损失	-2.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	39.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.30	-1.64	-1.86	-1.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1789.54	2305.14	2651.78	3118.06
其他非经营损益	-7.76	-4.06	-4.43	-4.61
利润总额	1781.78	2301.08	2647.34	3113.45
所得税	216.50	276.13	317.68	342.48
净利润	1565.27	2024.95	2329.66	2770.97
少数股东损益	0.27	0.34	0.40	0.47
归属母公司股东净利润	1565.01	2024.61	2329.27	2770.50

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1565.27	2024.95	2329.66	2770.97
折旧与摊销	131.78	152.87	198.45	245.57
财务费用	-19.45	131.42	165.29	190.05
资产减值损失	-2.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-2663.00	-728.25	-1713.13	-1579.57
其他	1259.74	1.85	0.98	2.19
经营活动现金流净额	272.34	1582.83	981.25	1629.20
资本支出	-530.02	-1000.00	-1000.00	-1000.00
其他	-1302.08	-1.64	-1.86	-1.78
投资活动现金流净额	-1832.10	-1001.64	-1001.86	-1001.78
短期借款	-19.90	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	500.00	1000.00	0.00
股权融资	1117.87	0.00	0.00	0.00
支付股利	-287.43	-313.00	-404.92	-465.85
其他	571.50	-514.42	-165.29	-190.05
筹资活动现金流净额	1382.04	-327.42	429.79	-655.91
现金流量净额	-199.98	253.78	409.18	-28.49

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1676.85	1930.62	2339.81	2311.32
应收和预付款项	2738.55	4057.24	5083.95	6055.26
存货	973.73	1572.11	2002.80	2403.93
其他流动资产	3928.80	3350.16	4042.31	4703.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1799.45	2675.58	3506.13	4289.56
无形资产和开发支出	272.08	243.27	214.47	185.66
其他非流动资产	155.40	155.21	155.02	154.83
资产总计	11544.85	13984.19	17344.49	20103.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1052.97	1663.61	2077.82	2511.94
长期借款	0.00	500.00	1500.00	1500.00
其他负债	1462.66	1462.41	1483.76	1503.70
负债合计	2515.63	3626.02	5061.57	5515.64
股本	769.55	951.10	951.10	951.10
资本公积	2261.93	2080.38	2080.38	2080.38
留存收益	5610.34	7321.95	9246.29	11550.93
归属母公司股东权益	9024.82	10353.43	12277.77	14582.41
少数股东权益	4.40	4.75	5.14	5.61
股东权益合计	9029.22	10358.17	12282.91	14588.03
负债和股东权益合计	11544.85	13984.19	17344.49	20103.67

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	31.59%	53.67%	24.30%	18.66%
营业利润增长率	63.54%	28.81%	15.04%	17.58%
净利润增长率	63.90%	29.37%	15.05%	18.94%
EBITDA 增长率	57.75%	36.15%	16.45%	17.85%
获利能力				
毛利率	28.36%	24.80%	22.98%	22.10%
三费率	2.92%	6.52%	6.03%	5.30%
净利率	18.65%	15.70%	14.53%	14.57%
ROE	17.34%	19.55%	18.97%	18.99%
ROA	13.56%	14.48%	13.43%	13.78%
ROIC	21.66%	21.65%	20.10%	19.55%
EBITDA/销售收入	22.66%	20.08%	18.81%	18.68%
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.01	1.02	1.02
固定资产周转率	6.18	6.33	5.62	5.21
应收账款周转率	4.18	4.43	4.12	4.00
存货周转率	6.36	7.60	6.90	6.72
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.04%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	21.79%	25.93%	29.18%	27.44%
带息债务/总负债	53.86%	51.16%	56.40%	51.76%
流动比率	8.24	6.26	6.19	5.88
速动比率	7.37	5.36	5.27	4.97
股利支付率	18.37%	15.46%	17.38%	16.81%
每股指标				
每股收益	1.65	2.13	2.45	2.91
每股净资产	9.49	10.89	12.91	15.33
每股经营现金	0.29	1.66	1.03	1.71
每股股利	0.30	0.33	0.43	0.49

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1901.86	2589.43	3015.51	3553.67
PE	79.55	61.49	53.45	44.94
PB	13.80	12.02	10.14	8.54
PS	14.83	9.65	7.77	6.54
EV/EBITDA	52.45	47.80	41.24	35.00
股息率	0.23%	0.25%	0.33%	0.37%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn