增持 ——维持

日期：2020 年 10 月 28 日
行业：基础化工

胶膜均价增长+成本下降，Q3 利润率超预期

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 2020 年 10 月 27 日）

报告日股价（元）	79.37
12mth A 股价格区间（元）	27.71/87.50
总股本（亿股）	7.70
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	611
每股净资产（元）	10.37

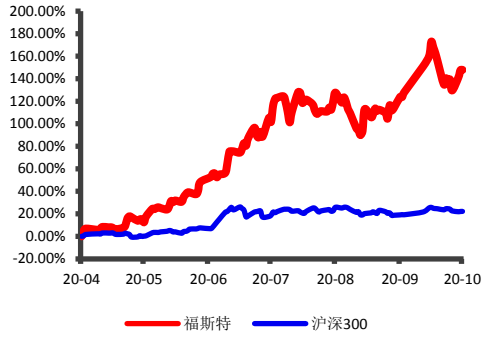
主要股东（2020Q3）

杭州福斯特科技集团有限公司	50.04%
林建华	17.96%

收入结构（2020H1）

光伏胶膜	91.77%
光伏背板	7.51%
电子材料	2.25%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号： HLX20-FST03
首次报告日期： 2017 年 12 月 12 日
相关报告：

■ 事件

福斯特发布2020年三季报，公司1-9月实现营业收入54.69亿元，同比增长19.14%，归属于母公司股东净利润为8.71亿元，同比增长47.06%，扣非后归属于母公司股东净利润为8.48亿元，同比增长71.96%。其中Q3季度实现营收20.93亿元，同比增长29.84%，环比增长12.09%，归属于母公司股东净利润4.15亿元，同比增长113.60%，环比增长37.75%，均创下单季度新高。

■ 公司点评

胶膜、背板销售持续增长，Q3 季度毛利率创近年新高

公司前三季度业绩增速略超预期，2020 年 Q1-Q3 季度公司 EVA 胶膜销售 1.71 亿、2.04 亿、2.22 亿平米，背板销售 1041.47 万、1439.32 万、1622.49 万平米，环比均连续增长。从售价方面来看，光伏胶膜自 19 年 Q1 季度起实现连续环比增加，从 7.42 元/平米提升至 20 年 Q3 的 8.36 元/平米，主要原因系白色 EVA 胶膜和 POE 胶膜销售占比提升；背板均价 2020 年 Q3 季度为 9.42 元/平米，继续下跌。从成本端来看，EVA 树脂、PET 膜采购价格大幅下跌，大幅提升了胶膜业务的毛利率，使得 Q3 季度公司综合毛利率达到 29.71%，创下近年新高。尽管近期 EVA 树脂价格有较大涨幅，但胶膜产品有望进一步提价部分平抑未来可能出现的毛利率回落影响。

控费能力提升，拟建项目夯实光伏胶膜龙头地位

公司费用率控制较去年同期有较好提升，销售费用率及管理费用率分别为 1.45%和 1.22%，同比降低 0.32 和 0.36 个百分点；研发费用 1.90 亿元，同比增长 24.38%，研发费用率达到 3.47%，同比提升 0.15 个百分点；Q3 季度存货 8.69 亿元，环比下降 6.68%。固定资产与在建工程总和继续增加，继续维持胶膜全球市占率，享受行业高增长红利。公司拟建年产 2.5 亿平米光伏胶膜及年产 1.1 亿平米光伏背板产能，投资额 10.2 亿元，产品包括 EVA 胶膜、白膜、POE 胶膜、宽幅背板等。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 77.82 亿、89.01 亿元和 100.15 亿元，增速分别为 22.01%、14.38%和 12.51%；归属于母公司股东净利润分别为 11.91 亿、13.64 亿和 15.58 亿元，增速分别为 24.43%、14.54%和 14.22%；全面摊薄每股 EPS 分别为 2.28、2.61 和 2.98 元，对应 PE 为 51.3、44.8 和 39.2 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；国际形势发生变化；海外市场需求不及预期；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）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6378.15	7782.00	8901.41	10014.77
年增长率	32.61%	22.01%	14.38%	12.51%
归属于母公司的净利润	957.06	1190.84	1364.00	1557.95
年增长率	27.39%	24.43%	14.54%	14.22%
每股收益（元）	1.83	2.28	2.61	2.98
PE（X）	58.3	51.3	44.8	39.2

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	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1881	2607	2842	3746
应收和预付款项	1856	2103	2348	2696
存货	909	890	1169	1141
其他流动资产	820	820	820	820
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1290	1206	1122	1038
无形资产和开发支出	217	197	177	156
其他非流动资产	12	12	12	12
资产总计	8305	9113	9768	10887
短期借款	20	0	0	0
应付和预收款项	759	1070	1011	1314
长期借款	890	890	890	890
其他负债	2	0	0	0
负债合计	1776	1960	1901	2204
股本	523	523	523	523
资本公积	1391	1391	1391	1391
留存收益	4611	5235	5950	6766
归属母公司股东权益	6525	7149	7863	8679
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	6529	7153	7868	8684
负债和股东权益合计	8305	9113	9768	10887

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	435	1347	840	1588
投资活动产生现金流量	-20	32	35	36
融资活动产生现金流量	864	-589	-639	-719
现金流量净额	1311	790	236	904

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6378	7782	8901	10015
营业成本	5079	5916	6770	7595
营业税金及附加	22	26	28	31
营业费用	113	136	156	175
管理费用	98	350	401	451
财务费用	0	13	3	-9
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	27	35	35	36
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1094	1395	1599	1827
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	1092	1395	1599	1827
所得税	137	204	235	269
净利润	955	1191	1364	1558
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司股东净利润	957	1191	1364	1558

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	20%	24%	24%	24%
EBIT/销售收入	17%	18%	18%	18%
销售净利率	15%	15%	15%	16%
ROE	15%	17%	17%	18%
资产负债率	24%	25%	22%	23%
流动比率	7.83	6.00	7.10	6.39
速动比率	6.77	5.03	5.80	5.42
总资产周转率	0.86	0.99	1.05	1.04
应收账款周转率	4.60	4.00	4.00	4.00
存货周转率	6.01	6.65	5.79	6.66

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。