2020 年 10 月 27 日
公司研究●证券研究报告

福斯特（603806.SH）

公司快报

毛利率环比提升，业绩超预期

投资要点

- **事件：**10 月 26 日，公司发布三季报，Q1-Q3 实现营业收入 54.7 亿元，同比增长 19.1%；实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 47.1%。毛利率 24.6%，同比增加 4.9pct。其中 Q3 营业收入 20.9 亿元，同比增长 29.8%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长 113.6%；Q3 毛利率 29.7%，环比增加 8.7pct，业绩超预期。

- **Q3 胶膜量价齐升，盈利能力大幅提升：**公司胶膜 Q3 实现营业收入 18.6 亿元，同比增加 28.6%。公司 Q3 胶膜销量 2.2 亿平方米，同比增长 16%，在 POE 和白色 EVA 占比提升，行业需求旺盛的情况下，公司 Q3 胶膜单价 8.36 元/平方米，同比增长 11%，环比增长 2%。在成本端，树脂成本进一步下降：Q3 树脂成本 9.68 元/kg，同比降低 16.6%。销售增加以及结构升级调整，预计 Q3 胶膜业务毛利率约为 30%，盈利能力大幅度提升。

- **胶膜持续扩大产能，领先地位凸显：**9 月 9 日，公司公告在嘉兴地区投资 10.2 亿元，建设年产 2.5 亿平光伏胶膜项目、年产 1.1 亿平光伏背板项目，建设期三年。2 月 27 日，公司公告投资 16 亿在安徽滁州建设年产 2.5 亿平 POE 胶膜+年产 2.5 亿平 EVA 胶膜项目。此外，在建项目还包括杭州基地年产 2.5 亿平白色 EVA 胶膜技改项目+年产 2 亿平 POE 封装胶膜项目。2019 年公司市占率约 54%，随产能持续释放，预计市占率继续提升，2022 年末产能有望达 18-20 亿平，继续稳居光伏胶膜行业领先地位。

- **整体费用率下降，持续加大研发投入：**2020Q1-Q3 四项费用 3.1 亿元，同比下降 1.7%，四项费用率 5.7%，同比下降 1.2%。其中，Q1-Q3 公司财务费用-0.2 亿元，同比下降 323.8%，主要是本期外汇汇率波动汇兑收益增加及利息收入增加所致。销售费用下降 2.4%至 0.8 亿元；管理费用同比下降 8.2%至 0.67 亿元；研发费用同比上升 24.2%至 1.9 亿元，Q3 单季度研发费用 0.73 亿元，创历史新高。

- **投资建议：**公司原材料成本下降，胶膜价格上涨超预期，上调公司 2020 年-2022 年归母净利润分别至 12.6 亿元、16.9 亿元、23.4 亿元，相当于 2021 年 36 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。

- **风险提示：**光伏装机不及预期；胶膜价格大幅下降；原材料成本大幅上升。

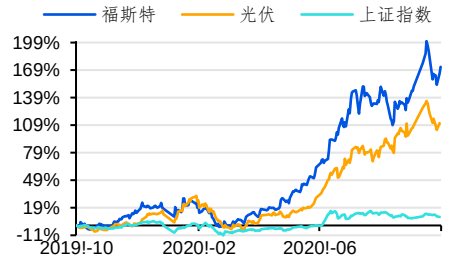
电力设备 | 光伏 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-10-27)	79.37 元

交易数据

总市值（百万元）	61,079.37
流通市值（百万元）	61,079.37
总股本（百万股）	769.55
流通股本（百万股）	769.55
12 个月价格区间	33.47/87.77 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.73	26.07	156.84
绝对收益	12.72	27.77	166.86

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

相关报告

福斯特（深度）：光伏寡头再出发，布局新材料平台 2020-09-14

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,810	6,378	8,109	10,719	13,461
YoY(%)	4.9	32.6	27.1	32.2	25.6
净利润(百万元)	751	957	1,256	1,689	2,335
YoY(%)	28.4	27.4	31.3	34.5	38.2
毛利率(%)	19.7	20.4	24.1	24.7	26.6
EPS(摊薄/元)	0.98	1.24	1.63	2.20	3.03
ROE(%)	13.5	14.6	16.7	16.7	19.5
P/E(倍)	81.3	63.8	48.6	36.2	26.2
P/B(倍)	11.0	9.7	8.4	6.2	5.2
净利率(%)	15.6	15.0	15.5	15.8	17.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5014	6745	8084	10045	11329
现金	494	1881	2550	4032	4745
应收票据及应收账款	2668	1769	2187	2473	2911
预付账款	36	60	62	100	103
存货	780	909	1046	1260	1273
其他流动资产	1037	2125	2239	2179	2296
非流动资产	1442	1560	1861	2328	2773
长期投资	14	0	1	1	2
固定资产	1109	1083	1345	1762	2169
无形资产	199	217	236	258	277
其他非流动资产	119	260	280	307	325
资产总计	6456	8305	9945	12372	14103
流动负债	885	862	1313	1422	1541
短期借款	15	20	10	5	5
应付票据及应付账款	637	702	837	956	1020
其他流动负债	233	139	466	461	516
非流动负债	**15**	**914**	**1096**	**829**	**561**
长期借款	0	890	1072	804	536
其他非流动负债	15	25	25	25	25
负债合计	900	1776	2410	2250	2102
少数股东权益	2	4	3	1	-2
股本	523	523	770	805	805
资本公积	1391	1391	1182	2547	2547
留存收益	3614	4336	5121	6217	7769
归属母公司股东权益	5554	6525	7532	10121	12003
负债和股东权益	6456	8305	9945	12372	14103

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170	435	862	1446	2053
净利润	750	955	1255	1687	2331
折旧摊销	92	112	102	137	181
财务费用	-5	-0	7	8	12
投资损失	-62	-27	-26	-21	-20
营运资金变动	-693	-454	-477	-365	-452
其他经营现金流	87	-151	-0	-0	0
投资活动现金流	151	-20	-377	-583	-607
筹资活动现金流	-226	864	183	619	-732

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.98	1.24	1.63	2.20	3.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.57	1.12	1.88	2.67
每股净资产(最新摊薄)	7.22	8.21	9.47	12.83	15.28

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4810	6378	8109	10719	13461
营业成本	3864	5079	6158	8071	9882
营业税金及附加	19	22	26	32	40
营业费用	87	113	139	184	229
管理费用	84	98	118	155	191
研发费用	179	203	243	354	458
财务费用	-5	-0	7	8	12
资产减值损失	103	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-0	0	0	-0
投资净收益	62	27	26	21	20
营业利润	858	1094	1443	1935	2670
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	856	1092	1443	1935	2670
所得税	106	137	188	248	339
税后利润	750	955	1255	1687	2331
少数股东损益	-1	-2	-1	-2	-3
归属母公司净利润	751	957	1256	1689	2335
EBITDA	934	1207	1512	2005	2742

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	32.6	27.1	32.2	25.6
营业利润(%)	26.8	27.5	31.9	34.1	38.0
归属于母公司净利润(%)	28.4	27.4	31.3	34.5	38.2
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.4	24.1	24.7	26.6
净利率(%)	15.6	15.0	15.5	15.8	17.3
ROE(%)	13.5	14.6	16.7	16.7	19.5
ROIC(%)	13.2	12.8	13.8	14.6	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	13.9	21.4	24.2	18.2	14.9
流动比率	5.7	7.8	6.2	7.1	7.3
速动比率	3.7	5.1	4.2	5.1	5.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	1.9	2.9	4.1	4.6	5.0
应付账款周转率	6.5	7.6	8.0	9.0	10.0
估值比率					
P/E	81.3	63.8	48.6	36.2	26.2
P/B	11.0	9.7	8.4	6.2	5.2
EV/EBITDA	64.9	49.2	39.2	28.7	20.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn