新能源与汽车研究部

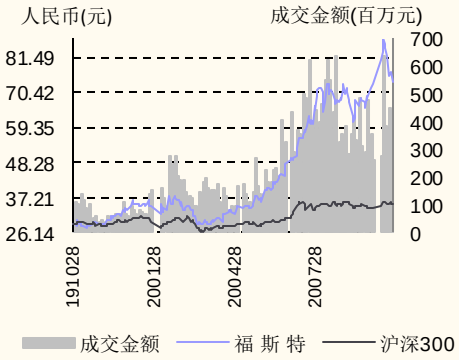
福斯特 (603806.SH) 增持（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：73.61 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.70
已上市流通 A 股(亿股)	7.70
总市值(亿元)	566.47
年内股价最高最低(元)	87.50/71.71
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



相关报告

1.《胶膜销售量价齐升推动业绩超预期-福斯特 2019 年报点评》，2020.3.23
2.《产品结构优化带动胶膜量利齐升，静待 Q4 并网高峰-福斯特 201...》，2019.10.27

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

盈利能力显著改善，Q4 胶膜有望继续量价齐升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.438	1.831	2.293	2.747	3.197
每股净资产(元)	10.63	12.49	14.23	16.43	19.07
每股经营性现金流(元)	0.32	1.05	1.53	1.37	2.01
市盈率(倍)	18.64	26.54	32.10	26.80	23.02
净利润增长率(%)	28.38%	27.39%	25.20%	19.79%	16.41%
净资产收益率(%)	13.53%	14.67%	16.11%	16.72%	16.76%
总股本(百万股)	522.60	522.60	522.60	522.60	522.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 三季报，2020 年前三季度收入 55 亿元，同比增长 19%，净利润 8.7 亿元，同比增长 47%；其中 2020Q3 收入 21 亿元，环比增长 12%，净利润 4.15 亿元，环比增长 38%。

经营分析

- **产品结构优化+原材料跌价，三季度毛利率大幅提升：**公司 2020Q3 毛利率 29.7%，同比+9.5pct，环比+8.7pct，创四年来新高。我们认为公司盈利大幅改善，一方面是因为胶膜产品结构持续优化以及光伏下游需求旺盛，带动销售均价提升（Q3 胶膜不含税均价 8.36 元/平米，同比+11.2%，环比+2.1%）；另一方面是由于 Q2 光伏树脂市场价下跌，摊薄 Q3 原材料采购成本（Q3 光伏树脂采购成本 9.68 元/kg，同比-16.6%，环比-15.8%）。
- **胶膜产能持续释放，有望带动业绩快速增长：**公司 20Q3 单季度胶膜生产 2.3 亿平（环比+16.6%），销售 2.2 亿平（环比+9.1%），贡献收入 18.6 亿元（占比 88.8%）；前三季度累计生产 6.1 亿平（同比+11.5%），销售 5.97 亿平（同比+9.1%），贡献收入 49 亿元（占比 89.6%）。公司 20-22 年胶膜产能进入释放期，规划项目包括杭州 2.5 亿平白色 EVA 技改+2 亿平 POE 胶膜项目、滁州 5 亿平 EVA+POE 胶膜项目、嘉兴 2.5 亿平胶膜项目，预计年均新增产能约 3~4 亿平。我们认为产销量增长叠加产品结构优化，有望带动公司业绩快速增长。
- **Q4 胶膜下游需求旺盛，上调报价转移原材料涨价压力，长期看盈利仍将回归理性：**进入四季度以来，由于供需失衡导致光伏树脂市场价一路走高，目前 EVA 树脂报价已经接近 18 元/kg，较 10 月初上涨 28%。同时光伏胶膜供给紧张，销售十分紧俏，公司适时上调胶膜价格，将原材料涨价压力传递到下游，预计 2020Q4 胶膜有望继续量价齐升。我们认为，胶膜短期涨价可能会给其他厂商进入市场的机会，但随着行业盈利回归理性，公司优质产能逐步扩出，龙头规模和研发的优势地位仍然难以撼动。

盈利调整与投资建议

- 考虑到公司三季度毛利率改善明显，上调公司 2020-2022E 净利润至 12.0（+21%）、14.4（+21%）、16.7（+19%）亿元，对应 EPS 分别为 2.29、2.75、3.20 元，当前股价对应 PE 分别为 32、27、23 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情超预期恶化，产品价格表现不及预期，国际贸易环境恶化，下游需求不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,585**	**4,810**	**6,378**	**8,293**	**10,485**	**12,837**
增长率		*4.9%*	*32.6%*	*30.0%*	*26.4%*	*22.4%*
主营业务成本	-3,626	-3,864	-5,079	-6,276	-8,079	-10,019
% 销售收入	*79.1%*	*80.3%*	*79.6%*	*75.7%*	*77.0%*	*78.1%*
毛利	959	946	1,299	2,017	2,406	2,817
% 销售收入	*20.9%*	*19.7%*	*20.4%*	*24.3%*	*23.0%*	*21.9%*
营业税金及附加	-27	-19	-22	-29	-37	-45
% 销售收入	*0.6%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
销售费用	-78	-87	-113	-149	-189	-231
% 销售收入	*1.7%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*
管理费用	-232	-84	-98	-129	-163	-199
% 销售收入	*5.1%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*
研发费用	0	-179	-203	-290	-357	-411
% 销售收入	*0.0%*	*3.7%*	*3.2%*	*3.5%*	*3.4%*	*3.2%*
息税前利润（EBIT）	622	576	864	1,420	1,662	1,932
% 销售收入	*13.6%*	*12.0%*	*13.5%*	*17.1%*	*15.9%*	*15.0%*
财务费用	-14	5	0	7	6	1
% 销售收入	*0.3%*	*-0.1%*	*0.0%*	*-0.1%*	*-0.1%*	*0.0%*
资产减值损失	16	-103	-5	-10.3	-15	-13
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	48	62	27	25	26	30
% 税前利润	*7.1%*	*7.2%*	*2.5%*	*1.8%*	*1.6%*	*1.6%*
营业利润	677	858	1,094	1,392	1,649	1,920
营业利润率	*14.8%*	*17.8%*	*17.2%*	*16.8%*	*15.7%*	*15.0%*
营业外收支	-2	-3	-2	-2	-2	-2
税前利润	**675**	**856**	**1,092**	**1,390**	**1,647**	**1,918**
利润率	*14.7%*	*17.8%*	*17.1%*	*16.8%*	*15.7%*	*14.9%*
所得税	-90	-106	-137	-193	-214	-249
所得税率	*13.3%*	*12.4%*	*12.6%*	*13.9%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	585	750	955	1,197	1,433	1,668
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2
归属于母公司的净	**585**	**751**	**957**	**1,198**	**1,435**	**1,671**
净利率	*12.8%*	*15.6%*	*15.0%*	*14.4%*	*13.7%*	*13.0%*
				955	1,114	
				25.5%	28.8%	

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	585	750	955	1,197	1,433	1,668
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2
非现金支出	59	196	116	133	184	235
非经营收益	-26	-83	-71	-12	-13	-10
营运资金变动	-375	-693	-454	-519	-889	-841
经营活动现金净流	**243**	**170**	**546**	**799**	**714**	**1,053**
资本开支	-204	-195	-47	-560	-660	-210
投资	0	0	5	-5	-6	-7
其他	445	346	22	25	26	30
投资活动现金净流	**241**	**151**	**-20**	**-540**	**-640**	**-187**
股权募资	1	0	211	0	0	0
债权募资	0	15	890	-20	0	0
其他	-451	-226	-206	-299	-298	-305
筹资活动现金净流	**-451**	**-211**	**896**	**-319**	**-298**	**-305**
现金净流量	**33**	**110**	**1,422**	**-60**	**-224**	**560**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	339	494	1,881	1,822	1,598	2,158
应收款项	2,471	2,773	3,074	3,653	4,504	5,339
存货	479	780	909	1,021	1,258	1,499
其他流动资产	1,232	967	880	888	912	938
流动资产	4,521	5,014	6,745	7,384	8,272	9,934
% 总资产	*79.3%*	*77.7%*	*81.2%*	*78.7%*	*76.9%*	*80.1%*
长期投资	12	14	0	0	0	0
固定资产	927	1,167	1,290	1,718	2,199	2,177
% 总资产	*16.2%*	*18.1%*	*15.5%*	*18.3%*	*20.4%*	*17.5%*
无形资产	194	200	217	225	233	241
非流动资产	1,182	1,442	1,560	1,996	2,485	2,471
% 总资产	*20.7%*	*22.3%*	*18.8%*	*21.3%*	*23.1%*	*19.9%*
资产总计	**5,703**	**6,456**	**8,305**	**9,380**	**10,757**	**12,405**
短期借款	0	15	20	0	0	0
应付款项	596	722	759	886	1,094	1,328
其他流动负债	64	148	83	141	165	197
流动负债	660	885	862	1,027	1,259	1,525
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	15	914	914	914	914
负债	**675**	**900**	**1,776**	**1,941**	**2,173**	**2,440**
普通股股东权益	**5,027**	**5,554**	**6,525**	**7,436**	**8,584**	**9,967**
其中：股本	402	523	523	523	523	523
未分配利润	2,898	3,408	4,070	4,980	6,128	7,512
少数股东权益	2	2	4	3	0	-2
负债股东权益合计	**5,703**	**6,456**	**8,305**	**9,380**	**10,757**	**12,405**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.456	1.438	1.831	2.29	2.75	3.20
每股净资产	12.505	10.627	12.486	14.228	16.425	19.072
每股经营现金净流	0.604	0.324	1.045	1.529	1.367	2.014
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.550	0.550	0.550
回报率						
净资产收益率	11.64%	13.53%	14.67%	16.11%	16.72%	16.76%
总资产收益率	10.26%	11.64%	11.52%	12.77%	13.34%	13.47%
投入资本收益率	10.72%	9.06%	10.15%	14.68%	15.26%	15.48%
增长率						
主营业务收入增长率	16.03%	4.90%	32.61%	30.02%	26.44%	22.43%
EBIT增长率	-30.92%	-7.39%	50.02%	64.38%	17.05%	16.22%
净利润增长率	-30.97%	28.38%	27.39%	25.20%	19.79%	16.41%
总资产增长率	3.76%	13.19%	28.64%	12.94%	14.69%	15.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.6	79.4	79.3	79.0	75.0	70.0
存货周转天数	48.2	59.5	60.7	60.0	58.0	56.0
应付账款周转天数	50.6	56.2	48.1	48.1	46.0	45.0
固定资产周转天数	64.2	84.2	62.0	57.7	60.6	57.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.75%	-8.63%	-25.25%	-21.70%	-16.26%	-19.70%
EBIT利息保障倍数	43.7	-105.0	-3,112.4	-196.1	-258.8	-1,954.7
资产负债率	11.83%	13.94%	21.38%	20.70%	20.20%	19.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-11	增持	42.37	48.90～48.90
2	2019-10-27	增持	41.02	N/A
3	2020-03-23	增持	40.63	N/A

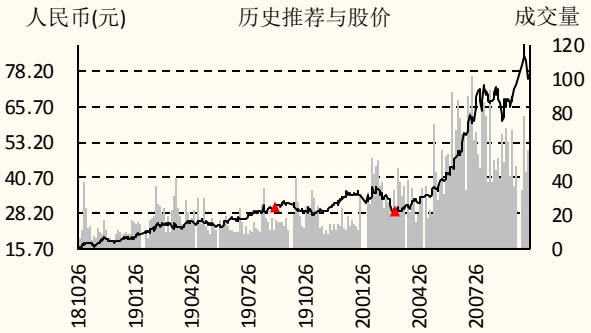
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH