业绩超预期，胶膜价格提升与成本下降推动毛利率大幅增长

——福斯特（603806.SH）2020 年三季报点评

公司点评

● 业绩超预期：Q3 归母净利润 4.15 亿元，同比+113.6%

公司发布 2020 年三季报：2020 年前三季度公司营业收入 54.69 亿元，同比+19.14%；归母净利润 8.71 亿元，同比+47.06%；扣非后归母净利润 8.48 亿元，同比+71.96%。其中，2020Q3 营业收入 20.93 亿元，同比+29.84%，环比+12.09%；归母净利润 4.15 亿元，同比+113.6%，环比+37.75%；扣非后归母净利润 4.05 亿元，同比+114.49%，环比+37.98%。

● 光伏胶膜价格提升与原材料成本下降推动毛利率大幅增长

三季度业绩超预期的原因是毛利率大幅增长：从量上看，2020Q3 胶膜销量 2.22 亿平米，同比+16%，环比+9%，整体符合预期。2020Q3 毛利率 29.71%，同比+9.52 pct，环比+8.69% pct，大幅增长。

胶膜价格提升叠加原材料价格下降：2020Q3 胶膜平均不含税单价为 8.36 元/平米，同比+11%，环比+2%。胶膜价格提升主要原因是三季度以来下游需求旺盛、供货紧张，胶膜在组件成本中占比不高，客户期望通过涨价锁定胶膜供应。原材料价格下降明显，2020Q3 光伏树脂采购均价 9.68 元/kg，同比-16.55%。原材料价格下降主要由于石油价格下降的滞后反映。

公司费用控制仍保持在良好水平：2020Q3 期间费用率 5.3%，同比-1.22 pct，环比-1.41 pct，主要为销售费用率及财务费用率下降所致。

先行指标显示需求持续旺盛：期末存货 8.69 亿元，环比-6.68%，预收账款/合同负债 0.38 亿元，环比+34.92%，预付款项 1.39 亿元，环比+61.73%。

● 持续扩产增强光伏胶膜龙头，长期持续看好公司成长为新材料平台型公司

光伏迎来黄金时代，胶膜是行业里最好的赛道。作为胶膜龙头，公司通过持续扩产满足下游需求、增强龙头地位。除可转债项目滁州 5 亿平胶膜扩产外，公司于 9 月份公告在嘉兴扩产 2.5 亿平米胶膜与 1.1 亿平米背板。

感光干膜有望复制胶膜成长路径。公司在 PCB 感光干膜上实现“0 到 1”突破，成功进入深南、景旺供应链，未来放量成长。其他新产品 FCCL、铝塑膜等持续突破，看好公司长期成长为平台型新材料公司。

● 盈利预测及投资建议

考虑到胶膜价格上涨及公司新扩产规划，调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 13.27(+1.75)、18.72(+3.42)、25.76(+4.44)亿元，对应 2020-2022 年 PE 估值 37.4、26.5、19.3 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：光伏需求不及预期、产品价格超预期下跌风险、感光干膜进展不及预期风险、应收账款回收风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,810	6,378	7,826	11,636	14,828
增长率(%)	4.9	32.6	22.7	48.7	27.4
净利润(百万元)	751	957	1,327	1,872	2,576
增长率(%)	28.4	27.4	38.6	41.1	37.6
毛利率(%)	19.7	20.4	24.5	24.0	25.6
净利率(%)	15.6	15.0	17.0	16.1	17.4
ROE(%)	13.5	14.6	17.5	20.4	22.6
EPS(摊薄/元)	0.98	1.24	1.72	2.43	3.35
P/E(倍)	66.1	51.9	37.4	26.5	19.3
P/B(倍)	8.9	7.9	6.7	5.5	4.4

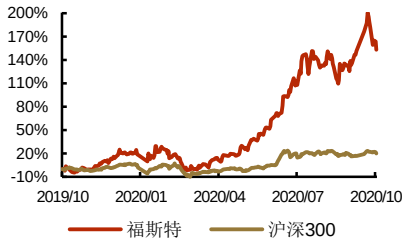
强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

丁亚（联系人）
dingya@xsdzq.cn
证书编号：S0280119060013

市场数据	时间 2020.10.23
收盘价(元):	73.61
一年最低/最高(元):	33.47/87.77
总股本(亿股):	7.7
总市值(亿元):	566.47
流通股本(亿股):	7.7
流通市值(亿元):	566.47
近 3 月换手率:	38.83%

股价一年走势



相关报告

《光伏胶膜出货与毛利率持续提升，感光干膜加速成长》2020-08-07

《光伏胶膜龙头，向平台化新材料公司迈进》2020-05-28

《疫情影响一季度销量，胶膜单价与毛利率持续提升》2020-04-23

《光伏胶膜龙头地位稳固，电子材料业务进展顺利》2020-03-23

《保持 EVA 龙头优势，新材料业务持续向好》2018-08-26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5014**	**6745**	**7413**	**8485**	**9224**
现金	494	1881	2061	822	2984
应收票据及应收账款合计	2668	1769	2145	3673	2258
其他应收款	105	27	135	106	202
预付账款	36	60	57	118	106
存货	780	909	1056	1883	1788
其他流动资产	932	2098	1957	1883	1886
非流动资产	**1442**	**1560**	**2730**	**4296**	**5666**
长期投资	14	0	0	0	0
固定资产	1109	1083	1476	2412	3278
无形资产	199	217	236	258	277
其他非流动资产	119	260	1019	1625	2110
资产总计	**6456**	**8305**	**10142**	**12781**	**14889**
流动负债	**885**	**862**	**1691**	**2754**	**2729**
短期借款	15	20	18	19	18
应付票据及应付账款合计	637	702	1268	2268	2148
其他流动负债	233	139	406	467	563
非流动负债	**15**	**914**	**846**	**817**	**752**
长期借款	0	890	821	792	727
其他非流动负债	15	25	25	25	25
负债合计	**900**	**1776**	**2537**	**3571**	**3481**
少数股东权益	2	4	3	1	-3
股本	523	523	770	770	770
资本公积	1391	1391	1182	1182	1182
留存收益	3614	4336	5397	6893	8951
归属母公司股东权益	5554	6525	7602	9209	11411
负债和股东权益	**6456**	**8305**	**10142**	**12781**	**14889**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**170**	**435**	**1512**	**694**	**4117**
净利润	750	955	1326	1870	2573
折旧摊销	92	112	107	169	254
财务费用	-5	-0	-21	-9	-18
投资损失	-62	-27	-27	-27	-27
营运资金变动	-693	-454	139	-1294	1353
其他经营现金流	87	-151	-12	-14	-17
投资活动现金流	**151**	**-20**	**-1238**	**-1693**	**-1580**
资本支出	196	165	1169	1566	1370
长期投资	0	5	0	0	0
其他投资现金流	346	151	-68	-128	-210
筹资活动现金流	**-226**	**864**	**-94**	**-240**	**-375**
短期借款	15	4	-2	1	-1
长期借款	0	890	-68	-29	-65
普通股增加	121	0	247	0	0
资本公积增加	-121	0	-209	0	0
其他筹资现金流	-242	-30	-61	-212	-310
现金净增加额	**110**	**1311**	**180**	**-1240**	**2162**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4810**	**6378**	**7826**	**11636**	**14828**
营业成本	3864	5079	5910	8839	11039
营业税金及附加	19	22	27	40	51
营业费用	87	113	138	206	262
管理费用	84	98	120	178	227
研发费用	179	203	249	370	472
财务费用	-5	-0	-21	-9	-18
资产减值损失	103	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
其他收益	319	30	72	86	104
投资净收益	62	27	27	27	27
营业利润	**858**	**1094**	**1514**	**2140**	**2943**
营业外收入	0	2	5	2	2
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	**856**	**1092**	**1516**	**2139**	**2942**
所得税	106	137	191	269	370
净利润	**750**	**955**	**1326**	**1870**	**2573**
少数股东损益	-1	-2	-1	-2	-4
归属母公司净利润	**751**	**957**	**1327**	**1872**	**2576**
EBITDA	936	1202	1596	2292	3168
EPS（元）	0.98	1.24	1.72	2.43	3.35

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	32.6	22.7	48.7	27.4
营业利润(%)	26.8	27.5	38.4	41.3	37.5
归属于母公司净利润(%)	28.4	27.4	38.6	41.1	37.6
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.4	24.5	24.0	25.6
净利率(%)	15.6	15.0	17.0	16.1	17.4
ROE(%)	13.5	14.6	17.5	20.4	22.6
ROIC(%)	14.6	19.5	22.1	21.2	29.1
偿债能力					
资产负债率(%)	13.9	21.4	25.0	27.9	23.4
净负债比率(%)	-8.3	-14.5	-13.1	2.9	-16.9
流动比率	5.7	7.8	4.4	3.1	3.4
速动比率	3.7	5.1	3.0	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	1.9	2.9	4.0	4.0	5.0
应付账款周转率	6.5	7.6	6.0	5.0	5.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.24	1.72	2.43	3.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.68	1.96	0.90	5.35
每股净资产(最新摊薄)	7.22	8.21	9.56	11.65	14.51
估值比率					
P/E	66.1	51.9	37.4	26.5	19.3
P/B	8.9	7.9	6.7	5.5	4.4
EV/EBITDA	52.5	40.0	30.1	21.5	14.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/