福斯特（603806）三季报点评

福斯特 20Q3 点评：胶膜毛利率大超预期，精细化管理能力持续提升

买入（维持）

2020 年 10 月 25 日

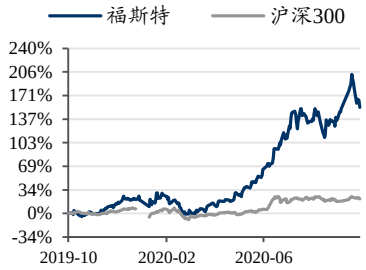
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6378	8070	10696	13528
同比（%）	32.6%	26.5%	32.5%	26.5%
归母净利润（百万元）	957	1252	1702	2120
同比（%）	27.4%	30.9%	35.9%	24.5%
每股收益（元/股）	1.24	1.63	2.21	2.75
P/E（倍）	59.19	45.23	33.28	26.72

投资要点

- **20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！：**公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；实现归母净利润 8.71 亿元，同比增长 47.06%。其中 2020Q3 实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 29.84%，环比增长 12.09%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 113.60%，环比增长 37.75%，收入及利润增长超市场预期。
- **业务毛利率增长及出色的管理能力驱动盈利能力的大幅增长：**公司 Q1-3 毛利率为 24.57%，同比上升 4.85pct，其中，Q3 毛利率 29.71%，同比上升 9.52pct，环比上升 8.69pct；Q1-3 净利率为 15.93%，同比上升 3.02pct，Q3 净利率 19.83%，同比上升 7.78pct，环比上升 3.69pct。我们认为，公司盈利能力大幅改善主要得益于：1）胶膜量价齐升同时成本下降，20Q3 公司综合毛利率大幅提升至 29.71%；2）精细化管理持续提升，20Q3 期间费用率仅 5.3%，同比下降 1.22pct，环比下降 1.41pct。3）汇兑收益：公司成本主要是树脂，而树脂 80%来自进口，公司采购存在锁汇，人民币升值带来汇兑收益。
- **Q3 胶膜量价齐升，毛利率改善明显：**公司 Q3 胶膜销量 2.22 亿平方米，同比增长 16%，环比增长 7%，Q3 单价 8.36 元/平方米，同比增长 11%，环比增长 2%，为 14 年至今的最高价。测算公司胶膜业务毛利率在 30%+，环比提升约 10 pct，公司胶膜业务量价提升。
- **预计 Q4 盈利仍有不错表现，明年双玻大趋势公司盈利能力有望持续提升：**展望 Q4，7 月底、9 月底胶膜 2 次提价，近期由于原材料上涨，胶膜有望再提价，合计相对 Q3 均价提升 20%+，Q4 树脂成本相较 Q3 约提升 20%，同时公司 POE 占比有望提升至 35%，预计公司 Q4 毛利率仍有不错表现，同时公司新产能释放叠加 Q4 最强旺季，Q4 出货预计环比持续增长，盈利仍有不错表现。国内招标双玻比例明显提升，未来双玻是大趋势，Q3 POE 占比 30%，Q4 提升至 35%，预计明年提升至 50%，盈利能力持续结构性改善。
- **现金流表现良好，投产项目转固，致使固定资产增长：**Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.14 亿元，同比增长 79.10%，现金流表现良好；销售商品取得现金 40.89 亿元，同比增长 13.73%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年归母净利 12.5/17.0/21.2 亿元，同比增长 30.9%/35.9%/24.5%，对应 EPS 为 1.63/2.21/2.75 元，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 88.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，原材料价格上涨超预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	73.61
一年最低/最高价	27.42/87.77
市净率(倍)	7.10
流通 A 股市值(百万元)	56646.75

基础数据

每股净资产(元)	10.37
资产负债率(%)	11.60
总股本(百万股)	769.55
流通 A 股(百万股)	769.55

相关研究

1、《福斯特（603806）半年报业绩点评 点评：福斯特 20H1 光伏胶膜量利双升，电子材料进展超预期》2020-08-08

2、《福斯特（603806）：光伏胶膜龙头，电子材料新秀》2020-07-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！ 3
2. 业务毛利率增长及出色的管理能力驱动盈利能力的大幅增长。 3
3. Q3 胶膜量价齐升，毛利率改善明显 4
4. 预计 Q4 盈利仍有不错表现，明年双玻大趋势公司盈利能力有望持续提升 5
5. 投资扩产加速，龙头地位强化 6
6. 费用管控良好，Q1-3 期间费用率下降至 5.7% 7
7. 现金流表现良好，投产项目转固，致使固定资产增长 7
8. 盈利预测 9
9. 风险提示 9

图表目录

图 1：公司 Q1-3 收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；盈利 8.71 亿元，同比增长 47.06% 3
图 2：Q3 毛利率、净利率同比+9.52、+7.78pct 4
图 3：公司光伏胶膜销量及单价情况 4
图 4：公司光伏胶膜与 EVA 树脂价差（元/平） 5
图 5：EVA 树脂价格走势（元/平方米） 5
图 6：公司投资扩产公告 6
图 7：我们预计公司到 2022 年胶膜产能达到 18 亿平 6
图 8：Q3 期间费用率 5.30%，同比-1.22pct 7
图 9：Q3 现金净流入 0.85 亿元，同比-7.81% 8
图 10：期末预收款项 0.38 亿元，同比-3.11% 8
图 11：期末应收账款 17.46 亿元，较期初+1.13 亿元 9

1. 20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！

20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；实现归母净利润 8.71 亿元，同比增长 47.06%。其中 2020Q3 实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 29.84%，环比增长 12.09%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 113.60%，环比增长 37.75%，收入及利润增长超市场预期。

图 1：公司 Q1-3 收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；盈利 8.71 亿元，同比增长 47.06%

福斯特	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	54.69	45.91	19.1%	20.93	16.12	29.8%	18.67	12.1%
毛利率	24.6%	19.7%	4.9%	29.7%	20.2%	9.5%	21.0%	8.7%
营业利润	10.14	6.94	46.3%	4.83	2.27	112.7%	3.48	38.5%
利润总额	10.12	6.92	46.2%	4.82	2.27	112.8%	3.48	38.5%
归属母公司净利润	8.71	5.92	47.1%	4.15	1.94	113.6%	3.01	37.7%
扣非归母净利润	8.48	4.93	72.0%	4.05	1.89	114.5%	2.94	38.0%
归母净利率	0.16	0.13	3.02%	19.8%	12.1%	7.8%	16.1%	3.7%
股本	7.70	5.23	-	7.70	5.23	-	7.57	-
BPS	1.13	1.13	-0.1%	0.54	0.37	45.1%	0.40	35.5%

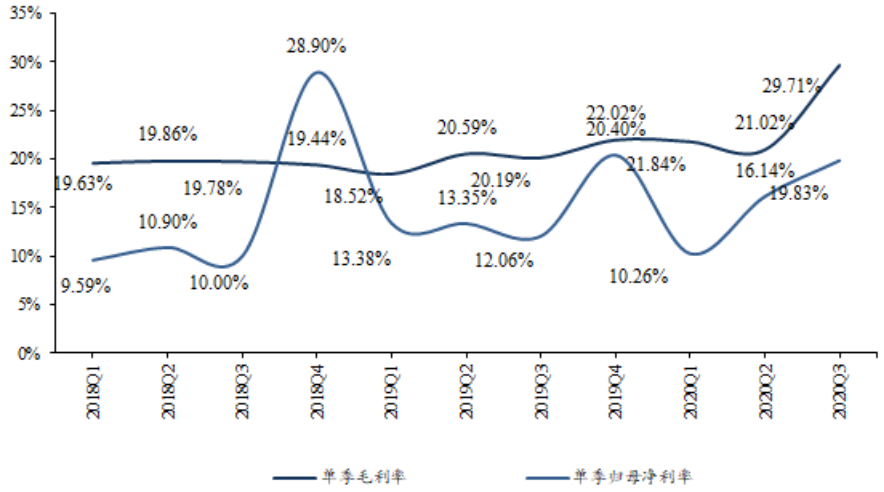
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 业务毛利率增长及出色的管理能力驱动盈利能力的大幅增长。

业务毛利率增长及出色的管理能力驱动盈利能力的大幅增长。公司 Q1-3 毛利率为 24.57%，同比上升 4.85pct，其中，Q3 毛利率 29.71%，同比上升 9.52pct，环比上升 8.69pct；Q1-3 净利率为 15.93%，同比上升 3.02pct，Q3 净利率 19.83%，同比上升 7.78pct，环比上升 3.69pct。我们认为，公司盈利能力大幅改善主要得益于：1）胶膜量价齐升同时成本下降，20Q3 公司综合毛利率大幅提升至 29.71%；2）精细化管理持续提升，20Q3 期间费用率仅 5.3%，同比下降 1.22pct，环比下降 1.41pct。3）汇兑收益：公司成本主要是树脂，而树脂 80%来自进口，公司采购存在锁汇，人民币升值带来汇兑收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：Q3 毛利率、净利率同比+9.52、+7.78pct

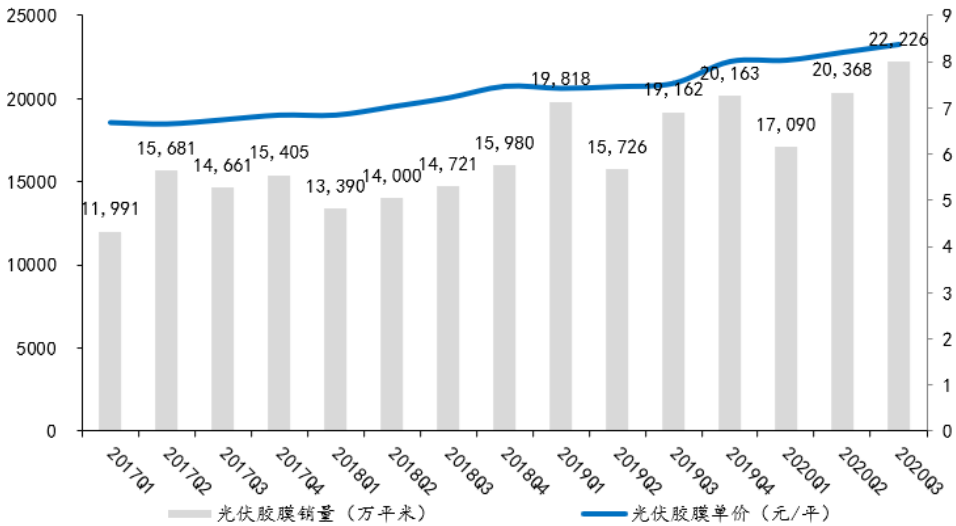


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. Q3 胶膜量价齐升，毛利率改善明显

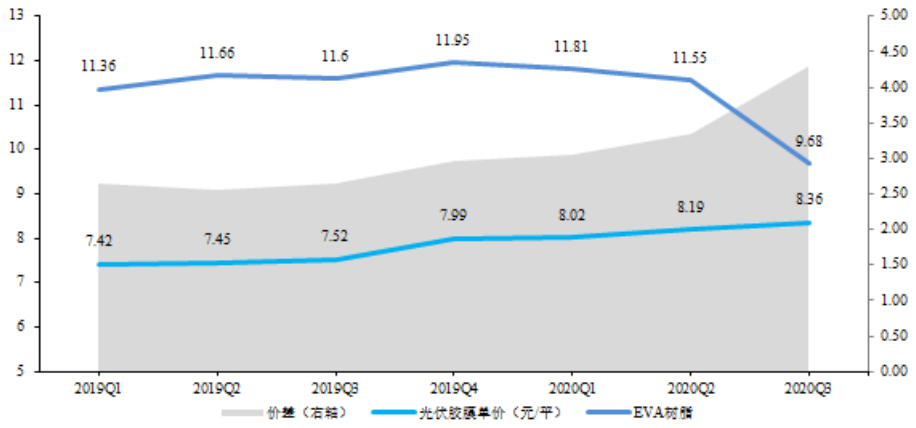
Q3 胶膜量价齐升，毛利率改善明显：公司 Q3 胶膜销量 2.22 亿平方米，同比增长 16%，环比增长 7%，Q3 单价 8.36 元/平方米，同比增长 11%，环比增长 2%，为 14 年至今的最高价。测算公司胶膜业务毛利率在 30%+，环比提升约 10 pct，公司胶膜业务量价提升，主要原因在于：（1）树脂成本进一步下降：Q3 树脂成本 9.68 元/kg，环比 Q2 降低 17%，主要原因为公司 Q3 胶膜成本采用 Q2 低成本存货，存在一定错期；（2）胶膜价格环比上涨：Q3 胶膜价格 8.36 元/平，环比 Q2 上涨 2%。上涨的主要原因在于 Q3 原材料涨价，同时行业需求旺盛，EVA 和白膜的售价上调顺利传导。（3）POE 占比进一步提升改善盈利：Q3 公司 POE 占比约 30%，环比 Q2 提升 2-5 pct，白膜占比约 10%，高毛利率产品占比提升结构性改善盈利。

图 3：公司光伏胶膜销量及单价情况



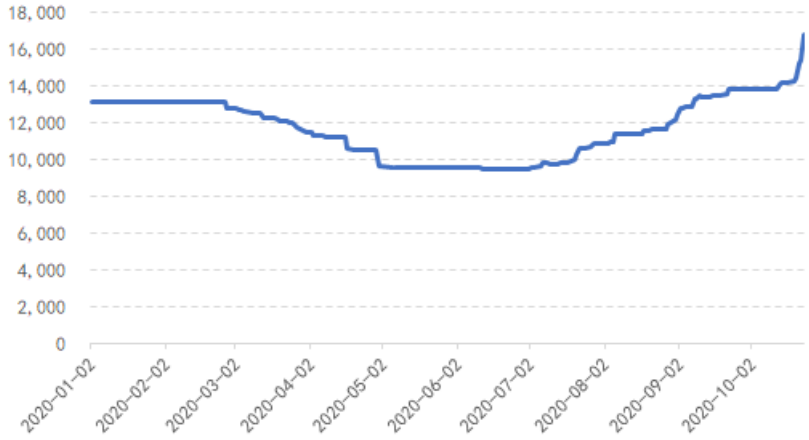
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司光伏胶膜与 EVA 树脂价差（元/平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：EVA 树脂价格走势（元/平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 预计 Q4 盈利仍有不错表现，明年双玻大趋势公司盈利能力有望持续提升

预计 Q4 盈利仍有不错表现，明年双玻大趋势公司盈利能力有望持续提升。展望 Q4，7 月底、9 月底胶膜 2 次提价，近期由于原材料上涨，胶膜有望再提价，合计相对 Q3 均价提升 20%+，Q4 树脂成本相较 Q3 约提升 20%，同时公司 POE 占比有望提升至 35%，预计公司 Q4 毛利率仍有不错表现，同时公司新产能释放叠加 Q4 最强旺季，Q4 出货预计环比持续增长，盈利仍有不错表现。国内招标双玻比例明显提升，未来双玻是大趋势，Q3 POE 占比 30%，Q4 提升至 35%，预计明年提升至 50%，盈利能力持续结

构性改善。

5. 投资扩产加速，龙头地位强化

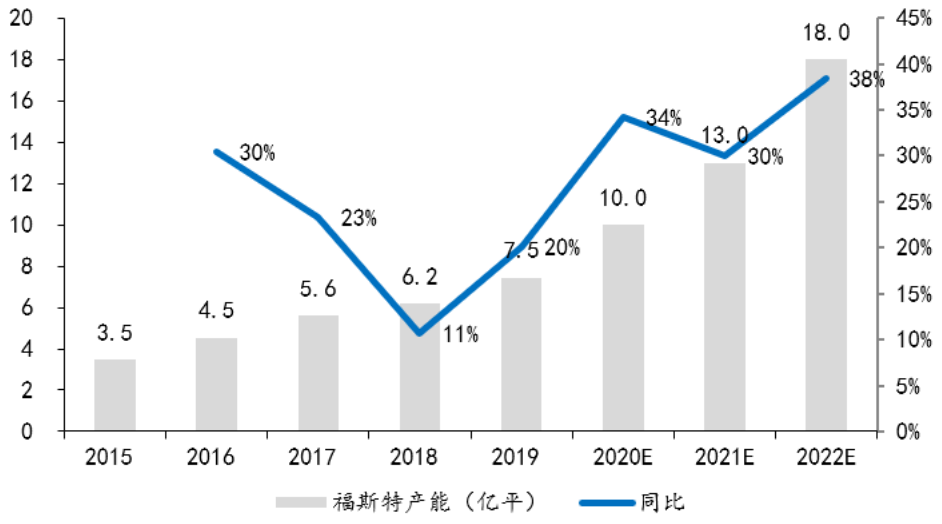
投资扩产加速，龙头地位强化。公司八月底新投产 7000 万平产能，9 月宣布投资 10.2 亿元建立 2.5 亿平光伏胶膜和 1.1 亿平光伏背板，继续扩大产能。19 年公司市占率 53%，预计 20 年底将提升至 55-60%，龙头地位进一步强化。预计到 21 年末产能约 13 亿平，22 年末产能 18 亿平，较 19 年实现翻倍增长，龙头地位进一步强化。

图 6：公司投资扩产公告

公告时间	项目	年产能	投资	地点	进度	备注
2018/8/25	年产2.5亿平方米白色EVA胶膜技改项目	2.5亿平	5.5亿元	浙江杭州	建设期2年	可转债和自筹资金
2018/8/25	年产2亿平方米POE封装胶膜项目（一期）	2亿平POE胶膜	一期4.2亿元（二期2亿元）	浙江杭州	建设期3年	可转债和自筹资金
2020/2/27	年产5亿平方米光伏胶膜项目	2.5亿平POE胶膜 2.5亿平EVA胶膜	16亿元	安徽滁州	建设期4年	20年可转债项目
2020/9/9	年产2.5亿平方米光伏胶膜项目 年产1.1亿平方米光伏背板项目	2.5亿平光伏胶膜 1.1亿平光伏背板	10.2亿元	浙江嘉兴	建设期3年	自筹资金

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：我们预计公司到 2022 年胶膜产能达到 18 亿平

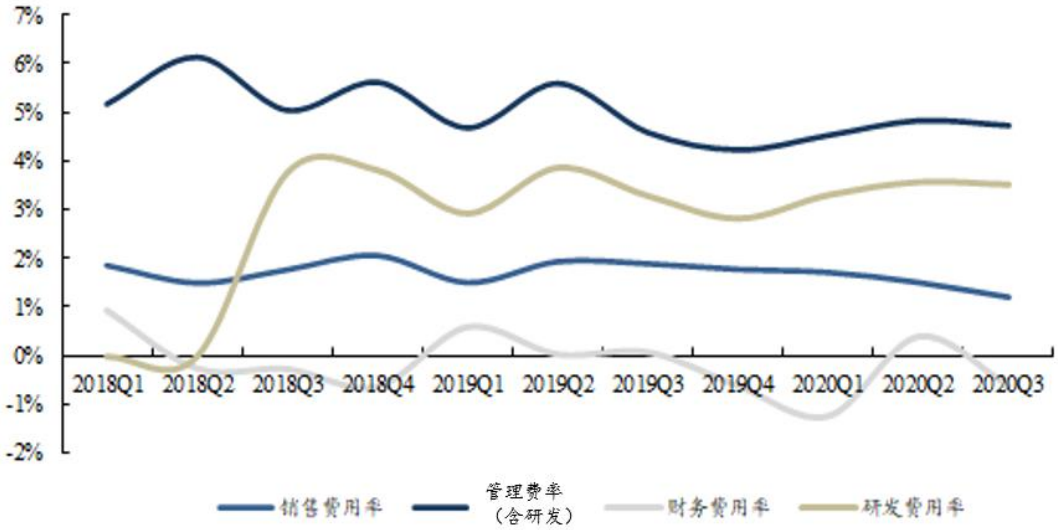


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 费用管控良好，Q1-3 期间费用率下降至 5.7%

费用管控良好，Q1-3 期间费用率下降至 5.7%。公司 2020Q1-3 费用同比下降 1.70%至 3.12 亿元，期间费用率下降 1.21 个百分点至 5.70%。其中，Q1-3 公司财务费用-0.24 亿元，同比下降 323.84%，主要是利息收入增加及美元汇率波动汇兑损益增加所致；公司 Q1-3 研发投入增加，因此研发费用上升 24.38%至 1.9 亿元；销售费用下降 2.39%至 0.79 亿元，管理费用（含研发费用）上升 13.72%至 2.57 亿元。

图 8：Q3 期间费用率 5.30%，同比-1.22pct



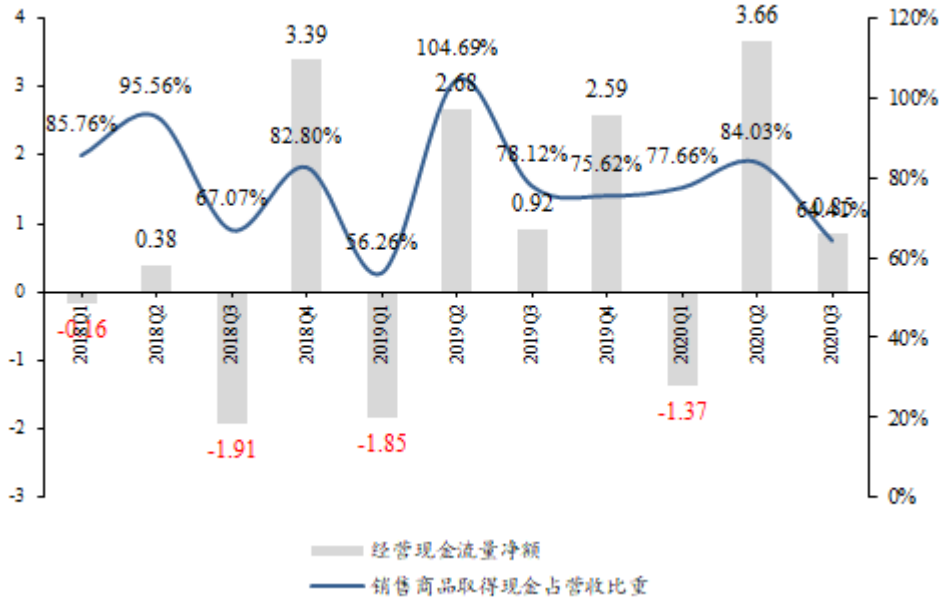
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

7. 现金流表现良好，投产项目转固，致使固定资产增长

现金流表现良好，投产项目转固，致使固定资产增长。Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.14 亿元，同比增长 79.10%，现金流表现良好；销售商品取得现金 40.89 亿元，同比增长 13.73%。期末公司固定资产 14.65 亿元，较期初增长 35.26%，主要是 2 万吨/年碱溶性树脂、年产 2.16 亿平方米感光干膜、年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（一期）等项目资产转固所致。期末公司应收账款 17.46 亿元，较期初增长 1.13 亿元，其中 Q3 应收账款增加 1.43 亿元至 17.46 亿元，主要是因为公司销售规模扩大，应收银行承兑汇票增加所致。期末公司预收账款 0.38 亿元，较二季度末增长 35.7%，印证公司后续订单充足。

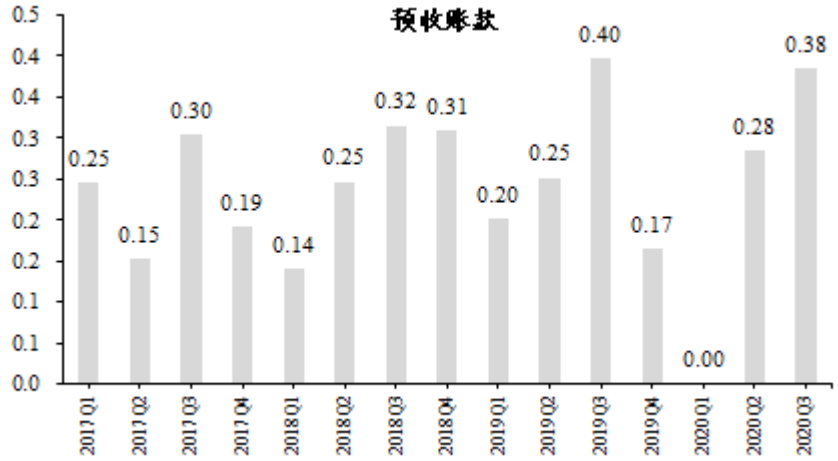
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：Q3 现金净流入 0.85 亿元，同比-7.81%



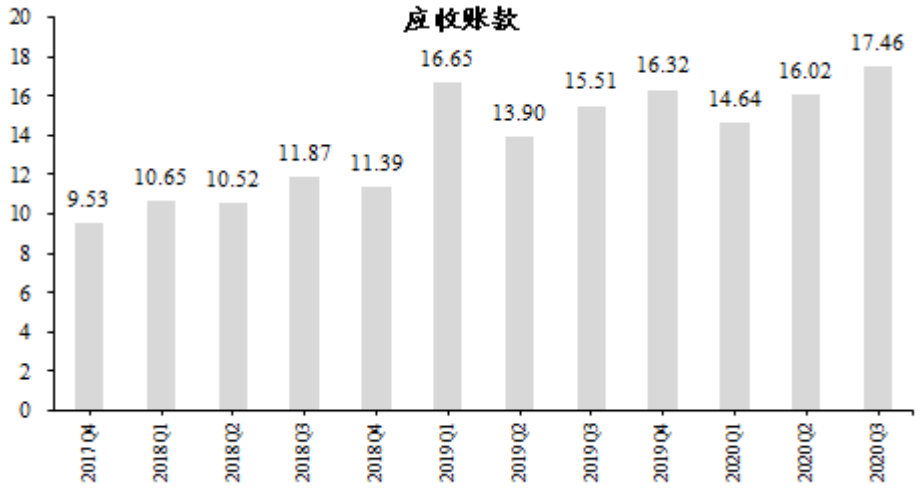
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：期末预收款项 0.38 亿元，同比-3.11%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：期末应收账款 17.46 亿元，较期初+1.13 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

8. 盈利预测

我们预计 20-22 年归母净利 12.5/17.0/21.2 亿元，同比增长 30.9%/35.9%/24.5%，对应 EPS 为 1.63/2.21/2.75 元，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 88.4 元，维持“买入”评级。

9. 风险提示

政策不及预期，原材料价格上涨超预期等。

福斯特三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6744.6**	**8545.9**	**14085.6**	**17596.7**
现金	1881.2	350.0	4181.0	5437.6
应收账款	1795.6	4422.0	5567.8	6671.3
存货	909.2	837.5	1116.4	1428.4
其他流动资产	2158.6	2936.5	3220.4	4059.4
非流动资产	**1560.5**	**1636.4**	**1861.8**	**2080.7**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1290.3	1373.4	1606.0	1832.2
无形资产	216.9	209.7	202.5	195.2
其他非流动资产	53.3	53.3	53.3	53.3
资产总计	**8305.1**	**10182.4**	**15947.4**	**19677.5**
流动负债	**861.5**	**1848.8**	**6404.1**	**8127.9**
短期借款	19.9	746.3	11.8	11.8
应付账款	702.2	837.5	6028.6	7713.6
其他流动负债	139.4	265.0	363.8	402.5
非流动负债	**914.3**	**914.3**	**914.3**	**1414.3**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	914.3	914.3	914.3	1414.3
负债合计	**1775.9**	**2763.1**	**7318.5**	**9542.2**
少数股东权益	4.3	17.6	35.8	58.3
归属母公司股东权益	6525.0	7401.6	8593.2	10076.9
负债和股东权益	**8305.1**	**10182.4**	**15947.4**	**19677.5**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	434.9	-1533.1	5437.2	1766.0
投资活动现金流	-19.6	-348.8	-361.1	-373.5
筹资活动现金流	864.0	350.7	-1245.2	-135.9
现金净增加额	1311.1	-1531.2	3831.0	1256.6
折旧和摊销	111.6	66.2	85.7	104.6
资本开支	-31.2	-348.8	-361.1	-373.5
营运资本变动	119.5	-2965.0	3581.2	-530.8
企业自由现金流	1262.9	-2033.3	4902.3	1145.3

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6378.2**	**8070.1**	**10696.0**	**13528.0**
减:营业成本	5079.3	6113.4	8149.8	10427.6
营业税金及附加	21.8	32.3	42.8	54.1
营业费用	112.8	141.2	176.5	202.9
管理费用	102.4	378.5	477.9	588.9
财务费用	-0.3	33.6	-2.1	-88.6
资产减值损失	26.9	20.0	20.0	20.0
加:投资净收益	5.2	87.2	138.2	139.2
营业利润	**1094.3**	**1478.4**	**2009.4**	**2502.3**
加:营业外净收支	-2.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	**1092.3**	**1478.4**	**2009.4**	**2502.3**
减:所得税费用	137.3	207.0	281.3	350.3
少数股东损益	-2.0	19.1	25.9	32.3
归属母公司净利润	**957.1**	**1252.3**	**1702.2**	**2119.7**
EBIT	1066.7	1412.0	1856.3	2261.7
EBITDA	1178.3	1478.2	1942.0	2366.2

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.24	1.63	2.21	2.75
每股净资产(元)	8.48	9.62	11.17	13.09
发行在外股份(百万股)	522.6	769.6	769.6	769.6
ROIC(%)	15.1%	16.0%	22.9%	32.3%
ROE(%)	14.7%	16.9%	19.8%	21.0%
毛利率(%)	20.4%	24.2%	23.8%	22.9%
EBIT Margin(%)	16.7%	17.5%	17.4%	16.7%
销售净利率(%)	15.0%	15.5%	15.9%	15.7%
资产负债率(%)	21.4%	27.1%	45.9%	48.5%
收入增长率(%)	32.6%	26.5%	32.5%	26.5%
净利润增长率(%)	27.4%	30.9%	35.9%	24.5%
P/E	59.19	45.23	33.28	26.72
P/B	8.68	7.65	6.59	5.62
EV/EBITDA	49.58	40.19	32.94	27.97

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn