福斯特（603806）

公司研究/调研简报

三年有望产能翻番，电子材料成业绩新动力

调研简报/基础化工　　2020 年 08 月 31 日

一、分析与判断

➢ 光伏胶膜龙头企业，盈利能力持续强劲

公司作为全球最大的光伏 EVA 胶膜生产商，目前市占率已超 50%，盈利能力强劲。2020 上半年公司实现营收 33.76 亿元，同比增长 13.35%。其中，EVA 胶膜业务，实现营收 30.98 亿元，同比增长 14.83%；销量 3.75 亿平方米，同比增长 5.39%，毛利率 20.85%。得益于高毛利的电子材料规模化销售，公司二季度实现营收 18.67 亿元，同比增长 36.89%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 65.43%。2020Q1 和 Q2 光伏胶膜销售均价同比分别提升 8.09%和 9.93%。公司持续优化产品结构，近年来不断提高 POE 膜和白色胶膜的业务占比，从 2018 年合计 20%的出货量提升至当前的 40%，结构性优化推动盈利能力持续提升，进一步稳固龙头地位。

➢ 扩产落地在即，三年有望产能翻番

上半年，公司加快推进年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目、年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目和年产 2.16 亿平方米感光干膜项目的建设。截至报告期末，上述 3 个募投项目的主体厂房建设已经有部分结顶，配套厂房建设也已基本完成，部分产线已经投产及试生产。公司未来投产胶膜均为高端胶膜产品，今年胶膜扩产近 2 亿平米，明后年计划每年新增 2-3 亿平米，三年内实现产能翻番，行业地位将进一步提升。

➢ 电子材料实现进口替代，有望成为业绩新动力

公司于 2016 年正式开始布局电子材料及铝塑膜等项目。目前 90%的感光干膜市场由海外企业所垄断，进口替代的空间广阔。公司上半年感光干膜实现营收 7000 多万，相较去年全年 5722 万营收有大幅增长。公司不仅成功获得下游龙头诸如深南电路、景旺电子等客户的认证，更积极打通上游原材料环节，进一步压缩成本。安吉基地的 2 万吨碱溶性树脂项目，6 月份已经开始试生产，下半年将与公司新增 1.5 亿平米感光干膜匹配，实现重要原材料自供。随着扩产项目加速推进，感光干膜放量在即，有望成为业绩新助力。

二、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.43、1.95 和 2.27 元，对应 PE 分别为 51、38 和 32 倍。参考 CS 太阳能板块当前平均 45 倍 PE 水平，结合公司光伏胶膜的龙头优势，未来发展可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

扩产进度不及预期、原材料价格波动风险、下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,378	7,905	10,065	12,189
增长率（%）	32.6%	23.9%	27.3%	21.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	957	1,098	1,497	1,744
增长率（%）	27.4%	14.8%	36.3%	16.5%
每股收益（元）	1.24	1.43	1.95	2.27
PE（现价）	58.71	51.16	37.53	32.21
PB	5.73	7.37	6.16	5.17

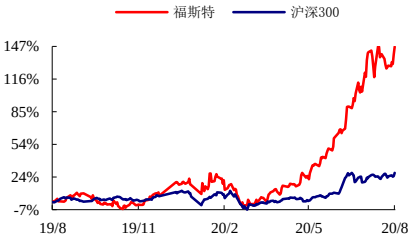
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格： 73.01 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	73.1/34.5
总股本（百万股）	770
流通股本（百万股）	770
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	562
流通市值（亿元）	562

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号：S0100519100001

电话：021-60876731

邮箱：liji@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,378	7,905	10,065	12,189
营业成本	5,079	6,298	8,017	9,707
营业税金及附加	22	35	40	48
销售费用	113	141	179	217
管理费用	98	132	166	197
研发费用	203	251	320	388
EBIT	864	1,047	1,343	1,631
财务费用	-0	43	42	12
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	27	33	42	51
营业利润	1,094	1,255	1,709	1,992
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1,092	1,255	1,709	1,992
所得税	137	158	215	250
净利润	955	1,097	1,494	1,741
归属于母公司净利润	957	1,098	1,497	1,744
EBITDA	975	1,126	1,436	1,717

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,881	1,239	1,922	3,206
应收账款及票据	1,769	3,597	4,317	4,718
预付款项	60	67	85	108
存货	909	1,077	1,475	1,728
其他流动资产	2,125	2,183	2,222	2,209
流动资产合计	6,745	8,162	10,021	11,968
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,083	1,004	913	828
无形资产	217	238	257	277
非流动资产合计	1,560	1,571	1,552	1,577
资产合计	8,305	9,734	11,572	13,545
短期借款	20	0	0	0
应付账款及票据	702	958	1,216	1,431
其他流动负债	139	235	321	338
流动负债合计	862	1,193	1,537	1,768
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	914	914	914	914
非流动负债合计	914	914	914	914
负债合计	1,776	2,108	2,452	2,683
股本	523	523	523	523
少数股东权益	4	3	0	-2
股东权益合计	6,529	7,626	9,121	10,862
负债和股东权益合计	8,305	9,734	11,572	13,545

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	32.6%	23.9%	27.3%	21.1%
EBIT 增长率	50.0%	21.2%	28.2%	21.5%
净利润增长率	27.4%	14.8%	36.3%	16.5%
盈利能力				
毛利率	20.4%	20.3%	20.3%	20.4%
净利润率	15.0%	13.9%	14.8%	14.3%
总资产收益率 ROA	11.5%	11.3%	12.9%	12.9%
净资产收益率 ROE	14.7%	14.4%	16.4%	16.1%
偿债能力				
流动比率	7.83	6.84	6.52	6.77
速动比率	6.70	5.88	5.50	5.73
现金比率	2.18	1.04	1.25	1.81
资产负债率	21.4%	21.7%	21.2%	19.8%
经营效率				
应收账款周转天数	93.40	85.24	88.37	89.00
存货周转天数	65.33	62.41	67.15	64.96
总资产周转率	0.77	0.81	0.87	0.90
每股指标（元）				
每股收益	1.24	1.43	1.95	2.27
每股净资产	8.48	9.91	11.85	14.12
每股经营现金流	0.57	-0.65	0.98	1.77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	58.71	51.16	37.53	32.21
PB	5.73	7.37	6.16	5.17
EV/EBITDA	25.04	33.57	25.86	20.87
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	955	1,097	1,494	1,741
折旧和摊销	112	79	93	86
营运资金变动	-454	-1,709	-831	-432
经营活动现金流	435	-500	758	1,360
资本开支	-47	-66	-28	-38
投资	5	0	0	0
投资活动现金流	-20	-33	14	13
股权募资	211	0	0	0
债务募资	906	-20	0	0
筹资活动现金流	864	-110	-89	-89
现金净流量	1,311	-643	683	1,284

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。