

受益产品结构优化，光伏胶膜龙头稳健增长

——福斯特 (603806.SH) 2019 年中报点评

公司简报

◆事件

公司发布 2019 年半年报，实现营收 29.8 亿，同比+36.1%；实现扣非后净利润 3.0 亿，同比+56.7%，高于我们之前预期。

◆盈利能力稳健，资金充沛保障业务稳步扩张

公司上半年综合毛利率 19.8%（与去年同期基本持平），单二季度同比上升 0.7pcts，主要受益产品结构优化；上半年期间费用率 7.1%（同比-0.5pcts），显示公司良好费用控制能力。公司在手现金充沛，截至中报日达 8.7 亿（占总资产比重 13.2%）；资产负债率以及有息负债率分别仅 13.72%、0.3%，充分保障公司长期稳健发展。公司可转债项目申请已获得证监会发审委审核通过，保障后续相关扩产项目顺利推进。

◆受益全球光伏装机增长，产品结构优化进一步提升盈利能力

2019 年 1-7 月我国光伏组件累计出口 40.5GW，同比增长 64.2%，海外需求持续旺盛，9 月国内光伏市场启动进一步带动组件需求增长，公司作为全球 EVA 胶膜龙头也将充分受益。公司持续优化产品结构，EVA 胶膜单价持续提升，2019Q1/Q2 分别达到 7.42 元/平方米、7.45 元/平方米，2019H1 EVA 胶膜毛利率 19.2%，同比提升 1.5pcts。

◆转债项目顺利推进，新增产能释放巩固龙头地位

2019 年上半年，公司 EVA 胶膜销量达到 3.6 亿平方米，同比+29.8%，全球市占率约 50%。公司拟发行可转债募集约 11 亿资金用于高品质以及高毛利白色 EVA 胶膜与 POE 膜扩产，预计相关产能将在 2021 年建成投产。我们认为新增产能投放有助于公司进一步巩固行业龙头地位，分享全球光伏市场广阔空间。

◆盈利预测与估值：考虑 2019 年海外需求大幅增长，我们上调 19 年盈利预测至 1.49 元（原值 1.40 元）；考虑可转债发行导致财务费用增长以及电子材料放量可能晚于预期，我们下调 20 年 EPS 至 1.70 元（原值 1.87 元），新增 2021 年 EPS 2.09 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：光伏电站装机不达预期，新材料业务研发推广不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,585	4,810	6,440	7,464	8,885
营业收入增长率	16.03%	4.90%	33.90%	15.89%	19.05%
净利润（百万元）	585	751	780	889	1,090
净利润增长率	-30.97%	28.38%	3.88%	13.91%	22.60%
EPS（元）	1.12	1.44	1.49	1.70	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.64%	13.53%	12.80%	13.18%	14.43%
P/E	36	28	27	23	19
P/B	4.1	3.7	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 19 日

增持（维持）

当前价：39.83 元

分析师

殷磊（执业证书编号：S0930515070001）
021-52523802
yinl@ebsecn.com

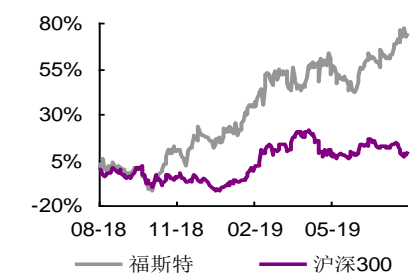
马瑞山（执业证书编号：S0930518080001）
021-52523850
mars@ebsecn.com

唐雪雯（执业证书编号：S0930518070001）
021-52523825
tangxw@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.23
总市值(亿元)：208.15
一年最低/最高(元)：19.77/41.57
近 3 月换手率：13.76%

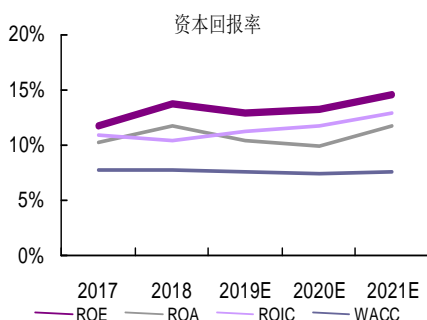
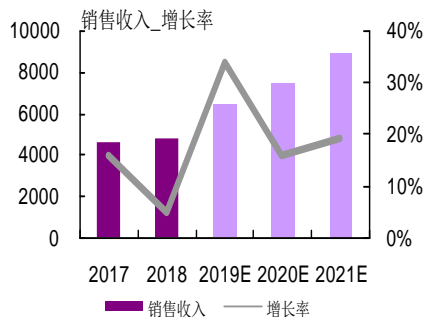
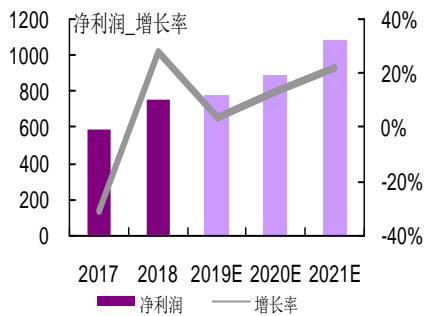
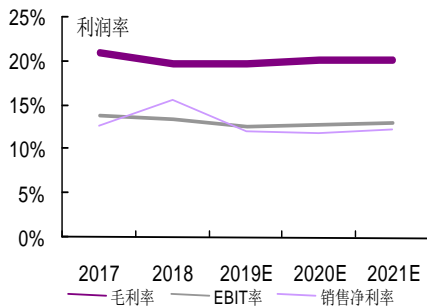
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.52	9.56	58.07
绝对	7.08	13.46	75.45

资料来源：Wind



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,585	4,810	6,440	7,464	8,885
营业成本	3,626	3,864	5,168	5,970	7,093
折旧和摊销	75	92	72	89	106
营业税费	27	19	36	42	50
销售费用	78	87	116	115	137
管理费用	232	84	322	351	418
财务费用	14	-5	9	35	7
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	48	62	62	62	62
营业利润	677	858	862	985	1,214
利润总额	675	856	889	1,013	1,242
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	585	751	780	889	1,090

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,703	6,456	7,485	8,968	9,367
流动资产	4,521	5,014	5,892	7,164	7,369
货币资金	339	494	580	1,160	800
交易型金融资产	1	1	0	0	0
应收帐款	953	1,139	1,383	1,603	1,829
应收票据	1,491	1,528	1,932	2,239	2,488
其他应收款	27	104	140	162	193
存货	479	780	879	1,015	1,064
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12	14	14	14	14
固定资产	807	1,103	1,340	1,557	1,752
无形资产	193	199	189	180	171
总负债	675	900	1,385	2,225	1,814
无息负债	675	885	1,147	1,309	1,428
有息负债	0	15	238	917	386
股东权益	5,029	5,556	6,100	6,743	7,553
股本	402	523	523	523	523
公积金	1,718	1,598	1,652	1,652	1,652
未分配利润	2,898	3,408	3,898	4,543	5,355
少数股东权益	2	2	1	-1	-3

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	243	170	326	416	638
净利润	585	751	780	889	1,090
折旧摊销	75	92	72	89	106
净营运资金增加	22	153	677	626	630
其他	-439	-827	-1,204	-1,188	-1,189
投资活动产生现金流	241	151	-222	-238	-238
净资本支出	-204	-195	-300	-300	-300
长期投资变化	12	14	0	0	0
其他资产变化	432	332	78	62	62
融资活动现金流	-445	-226	-17	402	-759
股本变化	0	121	0	0	0
债务净变化	0	15	222	679	-531
无息负债变化	19	210	262	161	119
净现金流	33	110	86	580	-360

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.03%	4.90%	33.90%	15.89%	19.05%
净利润增长率	-30.97%	28.38%	3.88%	13.91%	22.60%
EBITDA 增长率	-28.04%	4.43%	18.37%	18.99%	20.79%
EBIT 增长率	-31.63%	2.21%	24.12%	18.53%	20.93%
估值指标					
PE	36	28	27	23	19
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	23	28	24	20	17
EV/EBIT	25	32	26	22	18
EV/NOPLAT	29	36	30	25	21
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	3	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	20.92%	19.67%	19.75%	20.01%	20.17%
EBITDA 率	15.54%	15.47%	13.68%	14.05%	14.25%
EBIT 率	13.91%	13.56%	12.57%	12.85%	13.06%
税前净利润率	14.73%	17.79%	13.80%	13.57%	13.97%
税后净利润率 (归属母公司)	12.76%	15.62%	12.12%	11.91%	12.27%
ROA	10.26%	11.62%	10.41%	9.90%	11.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.64%	13.53%	12.80%	13.18%	14.43%
经营性 ROIC	10.87%	10.40%	11.22%	11.75%	12.83%
偿债能力					
流动比率	6.85	5.66	4.99	5.57	5.05
速动比率	6.12	4.78	4.24	4.78	4.32
归属母公司权益/有息债务	-	360.45	25.66	7.36	19.57
有形资产/有息债务	-	402.30	30.70	9.59	23.82
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.12	1.44	1.49	1.70	2.09
每股红利	0.46	0.45	0.47	0.53	0.65
每股经营现金流	0.46	0.32	0.62	0.80	1.22
每股自由现金流(FCFF)	0.74	0.80	-0.40	0.06	0.42
每股净资产	9.62	10.63	11.67	12.90	14.46
每股销售收入	8.77	9.20	12.32	14.28	17.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼