

福斯特 20H1 光伏胶膜量利双升，电子材料进展超预期

买入（维持）

2020 年 08 月 06 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,378	8,100	10,680	13,488
同比（%）	32.6%	27.0%	31.8%	26.3%
归母净利润（百万元）	957	1216	1619	2041
同比（%）	27.4%	27.1%	33.1%	26.1%
每股收益（元/股）	1.24	1.58	2.10	2.65
P/E（倍）	51.87	40.81	30.66	24.32

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 33.76 亿元，同比增长 13.35%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比增长 14.58%。其中 Q2 实现营业收入 18.67 亿元，同比增长 36.89%，环比增长 23.74%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 65.43%，环比增长 94.61%，总体符合预期。
- **毛利率改善叠加精细化管理推动业绩增长：**2020H1 公司毛利率为 21.39%，同比上升 1.92pct，其中 Q2 毛利率 21.02%，同比上升 0.42pct，环比下降 0.83pct；2020H1 净利率为 13.51%，同比上升 0.15pct，其中 Q2 净利率 16.14%，同比上升 2.78pct，环比上升 5.88pct。我们认为，公司毛利大幅改善主要得益于（1）胶膜产品结构改善及电子材料规模化，20H1 公司综合毛利率同比提升 1.9 个百分点至 21.39%；（2）精细化管理持续提升，20H1 三费率仅 2.5%，同比下降 1.2 个百分点。
- **胶膜量价齐升，毛利率将持续改善：**公司 Q2 胶膜销量 20368 万平方米，同比增长 30%，环比增长 19%，单价 8.19 元/平方米，环比增长 2.1%，同比增长 9.9%。公司后续胶膜业务将持续实现量利双升：1）公司八月底将有 7000 万平产能投放，并且预计未来三年每年将投放 1.5-2 亿平胶膜产能，22 年达到 15 亿平米，较 19 年实现翻倍增长；2）公司产品结构持续改善，年初预计 POE+白膜占比 30%，目前占比 40%，后续还将持续提升；3）二季度公司光伏树脂成本为 11.55 元/KG，但市场价已跌破 10 元/KG，预计 Q3 开始公司光伏树脂成本将逐步体现降价红利，进一步提升公司胶膜毛利率。
- **电子材料规模化效应凸显，未来可期：**20H1 公司电子材料实现营业收入 7600 万元，同比增长 192.3%，毛利率 16.1%，同比提升 10.3 个百分点，规模化后毛利率提升明显。感光干膜 19 年年底 0.5 亿平，预计 20 年底达到 2.16 亿平米，未来规划 5~6 亿平，未来将成为公司第二大支柱业务。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年归母净利 12.16/16.19/20.41 亿元，同比增长 27.1%/33.1%/26.1%，对应 EPS 为 1.58/2.10/2.65 元，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 84 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.51
一年最低/最高价	26.61/73.60
市净率(倍)	6.81
流通 A 股市值(百万元)	49643.82

基础数据

每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	15.16
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）：光伏胶膜龙头，电子材料新秀》
2020-07-24

事件：公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 33.76 亿元，同比增长 13.35%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比增长 14.58%。其中 Q2 实现营业收入 18.67 亿元，同比增长 36.89%，环比增长 23.74%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 65.43%，环比增长 94.61%，总体符合预期。

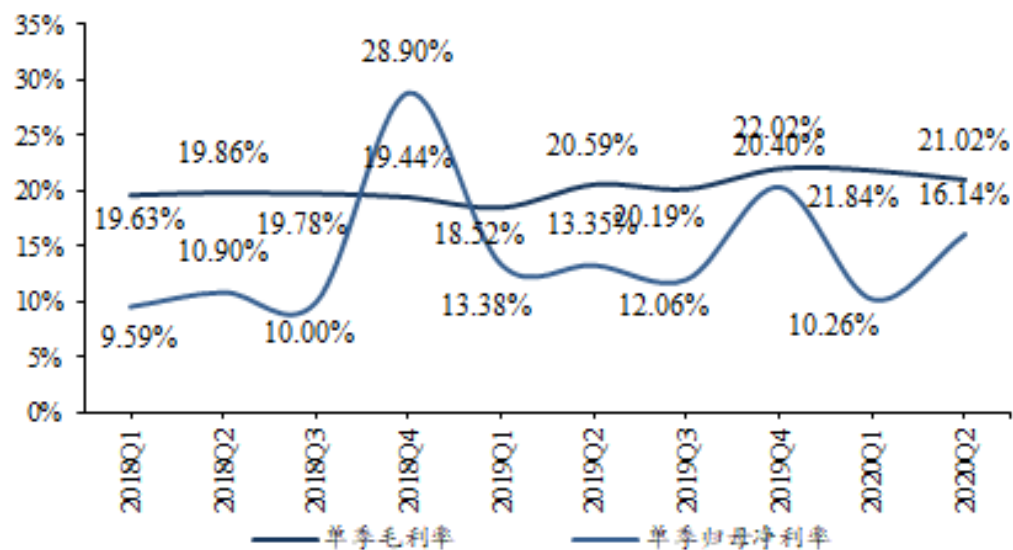
表 1: 2020H1 经营情况 (亿元)

福斯特	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	33.76	29.79	13.3%	18.67	13.64	36.9%	15.09	23.7%
毛利率	21.4%	19.5%	1.9%	21.0%	20.6%	0.4%	21.8%	-0.8%
营业利润	5.32	4.67	14.0%	3.48	2.14	62.8%	1.83	89.9%
利润总额	5.29	4.65	13.7%	3.48	2.13	63.3%	1.81	92.5%
归属母公司净利润	4.56	3.98	14.6%	3.01	1.82	65.4%	1.55	94.6%
扣非归母净利润	4.43	3.04	45.5%	2.94	1.60	83.8%	1.49	97.0%
归母净利率	0.14	0.13	0.1%	16.1%	13.4%	2.8%	10.3%	5.9%
股本	7.57	5.23	—	7.57	5.23	—	5.23	—
BPS	0.60	0.76	-20.9%	0.40	0.35	14.2%	0.30	34.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率改善叠加精细化管理推动业绩增长：2020H1 公司毛利率为 21.39%，同比上升 1.92pct，其中 Q2 毛利率 21.02%，同比上升 0.42pct，环比下降 0.83pct；2020H1 净利率为 13.51%，同比上升 0.15pct，其中 Q2 净利率 16.14%，同比上升 2.78pct，环比上升 5.88pct。我们认为，公司盈利能力大幅改善主要得益于（1）胶膜产品结构改善及电子材料规模化，20H1 公司综合毛利率同比提升 1.9 个百分点至 21.39%；（2）精细化管理持续提升，20H1 三费率仅 2.5%，同比下降 1.2 个百分点。

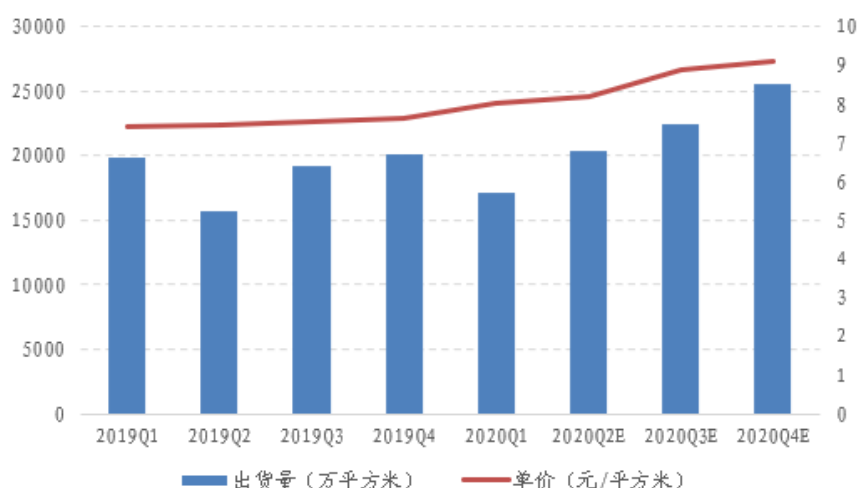
图 1: 公司 Q2 毛利率、净利率环比增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

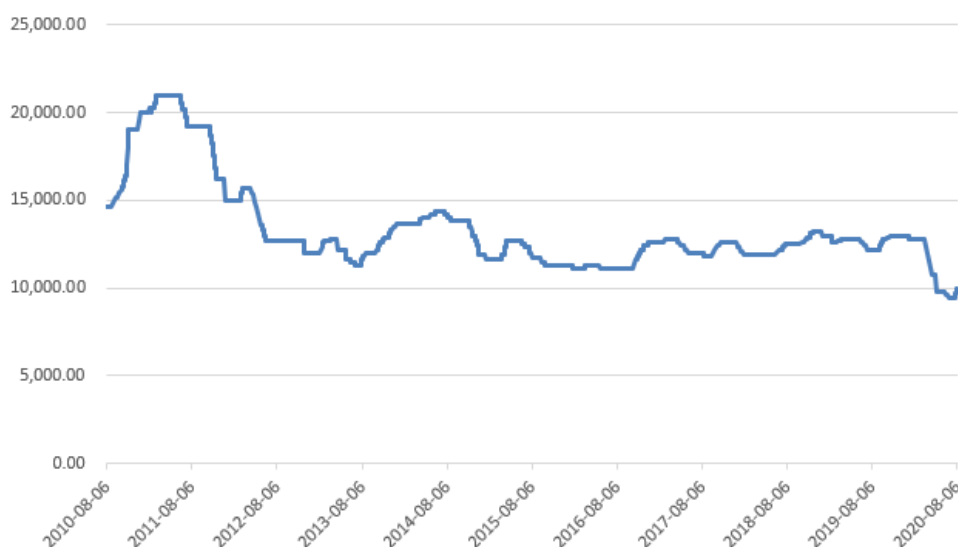
胶膜量价齐升，毛利率将持续改善：公司 Q2 胶膜销量 20368 万平方米，同比增长 30%，环比增长 19%，单价 8.19 元/平方米，环比增长 2.1%，同比增长 9.9%。公司后续胶膜业务将持续实现量利双升：1) 公司八月底将有 7000 万平产能投放，并且预计未来三年每年将投放 1.5-2 亿平胶膜产能，22 年达到 15 亿平米，较 19 年实现翻倍增长；2) 公司产品结构持续改善，年初预计 POE+白膜占比 30%，目前占比 40%，后续还将持续提升；3) 二季度公司光伏树脂成本为 11.55 元/KG，但市场价已跌破 10 元/KG，预计 Q3 开始公司光伏树脂成本将逐步体现降价红利，进一步提升公司胶膜毛利率。

图 2：公司 Q2 胶膜量价齐升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

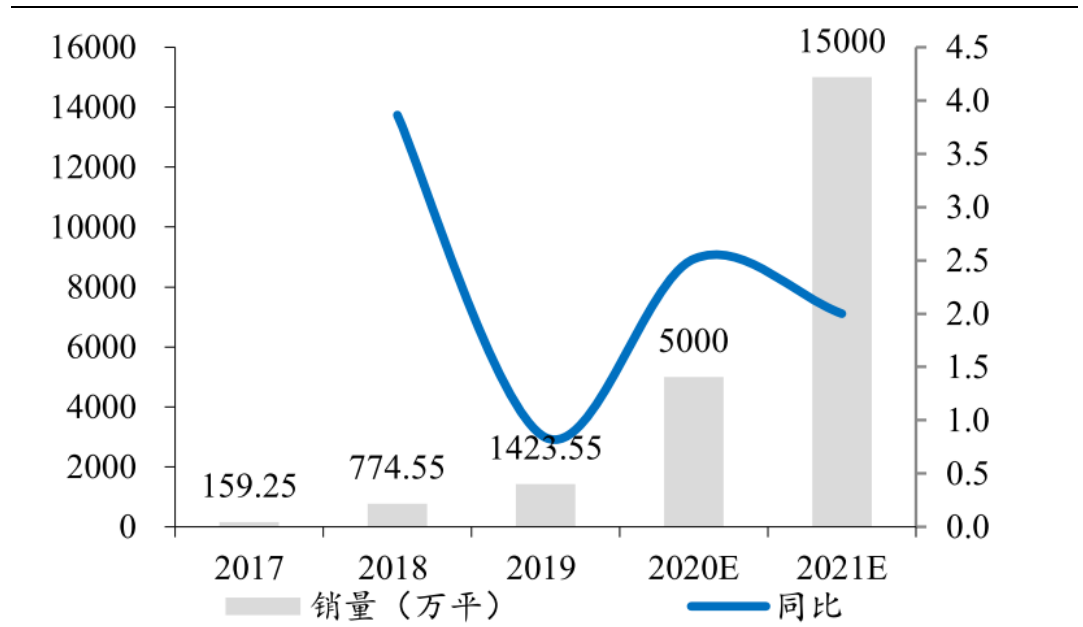
图 3：EVA 树脂价格走势（元/平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电子材料规模化效应凸显,未来可期:20H1 公司电子材料实现营业收入 7600 万元,同比增长 192.3%,毛利率 16.1%,同比提升 10.3 个百分点,规模化后毛利率提升明显。感光干膜 19 年年底 0.5 亿平,预计 20 年底达到 2.16 亿平米,未来规划 5~6 亿平,未来将成为公司第二大支柱业务。

图 4: 公司感光干膜销量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计 20-22 年归母净利 12.16/16.19/20.41 亿元,同比增长 27.1%/33.1%/26.1%,对应 EPS 为 1.58/2.10/2.65 元,给予 2021 年 40 倍 PE,目标价 84 元,维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期,竞争加剧等。

福斯特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6744.6	8581.5	14064.5	17477.8	营业收入	6378.2	8100.3	10680.0	13488.0
现金	1881.2	350.0	4160.9	5344.7	营业成本	5079.3	6190.7	8231.2	10454.0
应收款项	1795.6	4438.5	5559.4	6651.6	营业税金及附加	21.8	32.4	42.7	54.0
存货	909.2	848.0	1127.6	1432.1	营业费用	112.8	141.8	176.2	215.8
其他	2158.6	2944.9	3216.6	4049.4	管理费用	102.4	371.7	477.1	600.7
非流动资产	1560.5	1636.4	1861.8	2080.7	财务费用	-0.3	35.0	-0.4	-86.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	26.9	20.0	20.0	20.0
固定资产	1290.3	1373.4	1606.0	1832.2	其他	5.2	87.2	138.2	139.2
无形资产	216.9	209.7	202.5	195.2	营业利润	1094.3	1436.0	1911.4	2409.7
其他	53.3	53.3	53.3	53.3	营业外净收支	-2.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	8305.1	10217.9	15926.3	19558.5	利润总额	1092.3	1436.0	1911.4	2409.7
流动负债	861.5	1909.9	6467.7	8149.2	所得税费用	137.3	201.0	267.6	337.4
短期借款	19.9	794.0	11.8	11.8	少数股东损益	-2.0	18.5	24.7	31.1
应付账款	702.2	848.0	6088.8	7733.1	归属母公司净利润	957.1	1216.4	1619.1	2041.2
其他	139.4	267.9	367.1	404.4	EBIT	1066.7	1371.0	1760.0	2170.8
非流动负债	914.3	914.3	914.3	1414.3	EBITDA	1178.3	1437.1	1845.6	2275.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指				
其他	914.3	914.3	914.3	1414.3	标	2019	2020E	2021E	2022E
负债总计	1775.9	2824.2	7382.0	9563.6	每股收益(元)	1.24	1.58	2.10	2.65
少数股东权益	4.3	17.2	34.5	56.2	每股净资产(元)	8.48	9.59	11.06	12.91
归属母公司股东权益	6525.0	7376.5	8509.9	9938.7	发行在外股份(百万股)	522.6	769.6	769.6	769.6
负债和股东权益总计	8305.1	10217.9	15926.3	19558.5	ROIC(%)	15.1%	15.5%	21.7%	31.3%
					ROE(%)	14.7%	16.5%	19.0%	20.5%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	20.4%	23.6%	22.9%	22.5%
	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT Margin(%)	16.7%	16.9%	16.5%	16.1%
经营活动现金流	434.9	-1591.6	5439.9	1669.7	销售净利率(%)	15.0%	15.0%	15.2%	15.1%
投资活动现金流	-19.6	-348.8	-361.1	-373.5	资产负债率(%)	21.4%	27.6%	46.4%	48.9%
筹资活动现金流	864.0	409.2	-1268.0	-112.4	收入增长率(%)	32.6%	27.0%	31.8%	26.3%
现金净增加额	1311.1	-1531.2	3810.9	1183.8	净利润增长率(%)	27.4%	27.1%	33.1%	26.1%
折旧和摊销	111.6	66.2	85.7	104.6	P/E	51.87	40.81	30.66	24.32
资本开支	-31.2	-348.8	-361.1	-373.5	P/B	7.61	6.73	5.83	4.99
营运资本变动	119.5	-2987.1	3667.9	-547.8	EV/EBITDA	43.64	36.51	30.90	26.02
企业自由现金流	1262.9	-2090.7	4906.0	1050.1					

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>