福斯特（603806）

胶膜毛利率再超预期，产品结构持续改善

买入（维持）

2021 年 01 月 20 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,378	8,367	13,863	16,910
同比（%）	32.6%	31.2%	65.7%	22.0%
归母净利润（百万元）	957	1542	2040	2601
同比（%）	27.4%	61.1%	32.3%	27.5%
每股收益（元/股）	1.24	2.00	2.65	3.38
P/E（倍）	71.51	44.39	33.55	26.31

投资要点

- **公司 20Q4 业绩 6.69 亿元，同比+83.3%，大超市场预期：**公司发布 2020 年全年业绩预告，报告期实现归属母公司净利润 15.40 亿元，同比增长 60.9%，实现扣非归母净利润 14.96 亿元，同比增长 85%，其中 Q4 归母净利润预计为 6.69 亿元，环比增长 61.2%，同比增长 83.3%，大超市场预期。
- **Q4 胶膜毛利率及单价双双超预期：**公司 Q4 胶膜持续满产满销，销量约 2.5 亿平方米左右，同比增长 26%左右，环比增长 14%左右。我们测算公司胶膜业务毛利率在 30%左右，环比基本持平，主要原因在于：（1）胶膜 Q4 平均出货单价超预期：Q4 由于 EVA 树脂价格快速上涨，EVA 胶膜产品亦两次上调价格，同时叠加 POE 占比提升，预计公司 Q4 平均出货单价超过 10 元/平方米，同比增长超 25.0%，环比增长超 22%，为 14 年至今的最高价；（2）树脂成本错期：树脂成本占比在 90%以上，Q4 树脂市场价 17311.5 元/吨，环比 Q3 增长 48.1%，但由于公司胶膜成本错期约一个季度，因此 Q4 报表端成本环比上升比例预计小于 30%；（3）POE 占比进一步提升改善盈利：Q4 公司 POE+EPE 占比超过 30%，环比 Q3 持续提升，高毛利率产品占比提升结构性改善盈利。
- **21 年玻璃供需缓解，双玻提速下公司 POE 产品占比有望加速提升。**21 年玻璃新产能释放供需缓解，预计 21 年行业双玻占比达到 40%+（20 年 25%+），得益双玻提速，考虑到公司 POE 胶膜市占率接近 70%，公司高价高毛利率的 POE 产品占比有望加速提升，推动盈利能力结构性改善。
- **投资扩产加速，龙头地位强化。**截至 20 年底公司胶膜产能 10 亿平，全年出货约 8.5 亿平，预计 21 年出货量将同比增长 35%+至 11.5 亿平米，龙头地位进一步强化。预计到 21 年末产能 13.5 亿平，22 年末产能 17 亿平，龙头地位进一步强化。
- **21 年感光干膜进入量利双升周期：**公司感光干膜产品近几年处于快速成长期，19 年仅 1400 万平米左右，20 年预计 5000 万平米+，截至 20 年年底，公司已形成 2.16 亿平米感光干膜产能，并且配套的碱溶性树脂和丙烯酸酯产能已达产，预计 21 年开始公司感光干膜产品将迎来量利双升，贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年归母净利 15.4/20.4/26.0 亿元，同比增长 61%/32%/27%，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 106 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。

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
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	88.93
一年最低/最高价	33.47/98.90
市净率(倍)	8.57
流通 A 股市值(百万元)	68436.08

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）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》2020-10-26
2、《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
3、《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

公司 20Q4 业绩 6.69 亿元，同比+83.3%，大超市场预期：公司发布 2020 年全年业绩预告，报告期实现归属母公司净利润 15.40 亿元，同比增长 60.9%，实现扣非归母净利润 14.96 亿元，同比增长 85%，其中 Q4 归母净利润预计为 6.69 亿元，环比增长 61.2%，同比增长 83.3%，大超市场预期。

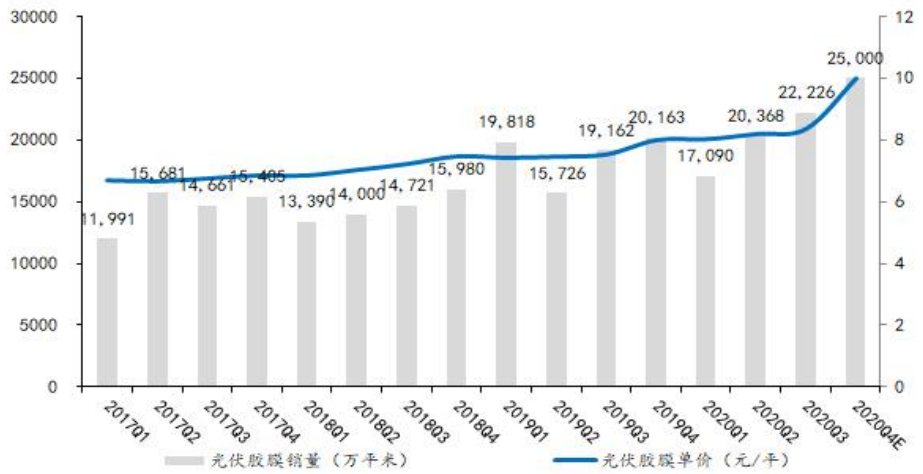
表 1：公司 20Q4 业绩 6.69 亿元，同比+83.3%

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4E	2020E
营收（亿元）	16.15	13.64	16.12	17.87	15.09	18.67	20.93	27.81	82.50
同比(%)					-6.6%	36.9%	29.8%	55.6%	29%
归母净利润（亿元）	2.16	1.82	1.94	3.65	1.55	3.01	4.15	6.69	15.40
同比(%)					-28.2%	65.4%	113.9%	83.3%	60.9%
扣非归母净利润（亿元）	1.44	1.60	1.89	3.18	1.49	2.94	4.05	6.52	15.00
同比(%)					3.5%	83.8%	114.3%	105.0%	85.0%
归母净利润/营收	13.4%	13.3%	12.0%	20.4%	10.3%	16.1%	19.8%	24.1%	18.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

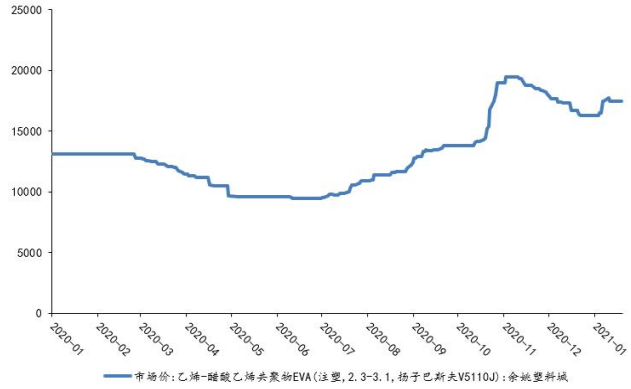
Q4 胶膜毛利率及单价双双超预期：公司 Q4 胶膜持续满产满销，销量约 2.5 亿平方米左右，同比增长 26%左右，环比增长 14%左右。我们测算公司胶膜业务毛利率在 30%左右，环比基本持平，主要原因在于：（1）胶膜 Q4 平均出货单价超预期：Q4 由于 EVA 树脂价格快速上涨，EVA 胶膜产品亦两次上调价格，同时叠加 POE 占比提升，预计公司 Q4 平均出货单价超过 10 元/平方米，同比增长超 25.0%，环比增长超 22%，为 14 年至今的最高价；（2）树脂成本错期：树脂成本占比在 90%以上，Q4 树脂市场价 17311.5 元/吨，环比 Q3 增长 48.1%，但由于公司胶膜成本错期约一个季度，因此 Q4 报表端成本环比上升比例预计小于 30%；（3）POE 占比进一步提升改善盈利：Q4 公司 POE+EPE 占比超过 30%，环比 Q3 持续提升，高毛利率产品占比提升结构性改善盈利。

图 1：公司光伏胶膜销量及单价情况



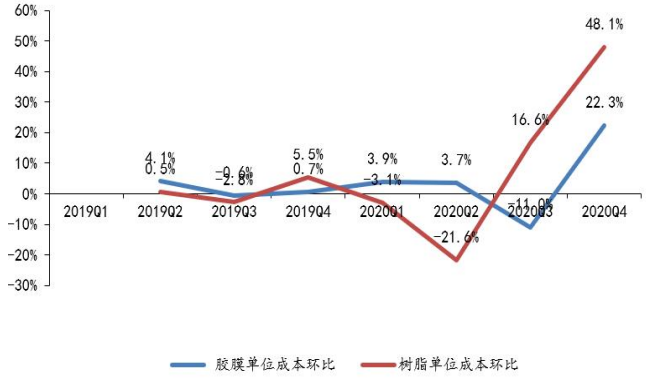
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：EVA 树脂价格走势（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：公司胶膜成本与树脂成本错期约一季度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

21 年玻璃供需缓解，双玻提速下公司 POE 产品占比有望加速提升。21 年玻璃新产能释放供需缓解，预计 21 年行业双玻占比达到 40%+（20 年 25%+），得益双玻提速，考虑到公司 POE 胶膜市占率接近 70%，公司高价高毛利率的 POE 产品占比有望加速提升，推动盈利能力结构性改善。

图 4：玻璃产能释放节奏

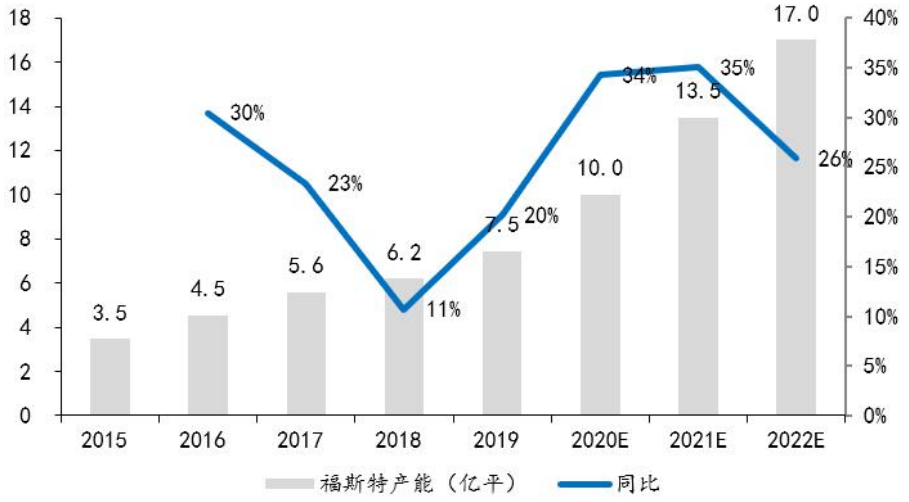
产能（日/吨）	2019	2020E				2021E				2022E
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
信义	7800	7900	7900	7900	9800	10800	11800	12800	13800	13800
福莱特	5400	4800	4800	4800	6400	7600	9800	11000	11000	12200
南玻	1300	1320	1320	1320	1320	1320	1320	2520	3720	6120
旗滨						900	2400	3600	3600	4800
彩虹	2400	2400	2400	2400	2400	2400	2400	3250	3250	3250
中建材	1510	1510	1510	1510	1510	1510	1510	1510	2510	3510
金信	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900
新福兴	550	550	550	550	550	550	550	550	1650	2750
亚玛顿	650	650	650	650	650	650	650	650	1300	1950
拓日						1200	1200	1200	1200	1200
盛世		650	650	650	650	650	650	650	970	970
安彩	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900
凯盛								900	900	900
醴悦		250	250	250	250	250	250	850	850	850
中航三鑫	500	680	680	680	680	680	680	680	680	680
蓝龙基				650	650	650	650	650	650	650
鑫达	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
台玻				650	650	650	650	650	650	650
金晶								600	600	600
日盛达	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
思可达				450	450	450	450	450	450	450
索拉特	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
弘力		300	300	300	300	300	300	300	300	300
华美						250	250	250	250	250
裕华		150	150	150	150	150	150	150	150	150
泰德	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
联德				150	150	150	150	150	150	150
名义产能合计（吨/日）	24510	25560	25560	27460	30960	35510	40210	47760	53030	60580
有效产能（日/吨）	23090	25560	25560	26510	29210	33235	37860	43985	50395	55547

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

投资扩产加速，龙头地位强化。截至 20 年底公司胶膜产能 10 亿平，全年出货约 8.5

亿平，预计 21 年出货量将同比增长 35%+至 11.5 亿平米，龙头地位进一步强化。预计到 21 年末产能 13.5 亿平，22 年末产能 17 亿平，龙头地位进一步强化。

图 5：预计公司到 2022 年胶膜产能达到 17 亿平（单位：亿平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

21 年感光干膜进入量利双升周期：公司感光干膜产品近几年处于快速成长期，19 年仅 1400 万平米左右，20 年预计 5000 万平米+，截至 20 年年底，公司已形成 2.16 亿平米感光干膜产能，并且配套的碱溶性树脂和丙烯酸酯产能已达产，预计 21 年开始公司感光干膜产品将迎来量利双升，贡献业绩增量。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年归母净利 15.4/20.4/26.0 亿元，同比增长 61%/32%/27%，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 106 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。

福斯特三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6744.6**	**7994.0**	**11241.8**	**13197.5**
现金	1881.2	1912.1	1500.0	1500.0
应收账款	1795.6	2355.5	3902.8	4760.8
存货	909.2	1105.9	1941.6	2331.4
其他流动资产	2158.6	2620.5	3897.4	4605.3
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
在建工程				
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**	**9630.4**	**13103.6**	**15278.2**
流动负债	**861.5**	**1091.3**	**3113.8**	**3438.0**
短期借款	19.9	0.0	1132.0	1102.7
应付账款	702.2	846.3	1515.6	1855.6
其他流动负债	139.4	245.0	466.2	479.8
非流动负债	**914.3**	**54.3**	**55.3**	**57.3**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	914.3	54.3	55.3	57.3
负债合计	**1775.9**	**1145.7**	**3169.1**	**3495.3**
少数股东权益	4.3	20.7	42.4	70.2
归属母公司股东权益	6525.0	8464.1	9892.0	11712.7
负债和股东权益	**8305.1**	**9630.4**	**13103.6**	**15278.2**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	434.9	862.1	-571.1	1183.1
投资活动现金流	-19.6	-348.8	-361.1	-373.5
筹资活动现金流	864.0	-482.4	520.0	-809.6
现金净增加额	1311.1	30.9	-412.1	0.0
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	-862.1	-2768.4	-1600.2

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6378.2**	**8366.7**	**13863.0**	**16910.5**
减:营业成本	5079.3	6178.2	10846.9	13024.5
营业税金及附加	21.8	33.5	55.5	67.6
营业费用	112.8	125.5	180.2	219.8
管理费用	102.4	350.3	547.9	666.7
财务费用	-0.3	-33.3	-17.3	20.4
资产减值损失				
加:投资净收益	26.9	30.0	30.0	30.0
其他收益	5.2	77.2	128.2	129.2
营业利润	**1094.3**	**1819.8**	**2408.1**	**3070.5**
加:营业外净收支	-2.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	**1092.3**	**1819.8**	**2408.1**	**3070.5**
减:所得税费用	137.3	254.8	337.1	429.9
少数股东损益	-2.0	23.5	31.1	39.6
归属母公司净利润	**957.1**	**1541.6**	**2039.9**	**2601.1**
EBIT	1066.7	1686.5	2239.7	2938.9
EBITDA	1178.3	1752.7	2325.4	3043.5

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.24	2.00	2.65	3.38
每股净资产(元)	8.48	11.00	12.85	15.22
发行在外股份(百万股)	522.6	769.6	769.6	769.6
ROIC(%)	15.1%	20.4%	21.6%	22.3%
ROE(%)	14.7%	18.2%	20.6%	22.2%
毛利率(%)	20.4%	26.2%	21.8%	23.0%
销售净利率(%)	15.0%	18.4%	14.7%	15.4%
资产负债率(%)	21.4%	11.9%	24.2%	22.9%
收入增长率(%)	32.6%	31.2%	65.7%	22.0%
净利润增长率(%)	27.4%	61.1%	32.3%	27.5%
P/E	71.51	44.39	33.55	26.31
P/B	10.49	8.09	6.92	5.84
EV/EBITDA	59.59	39.70	30.79	23.63

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