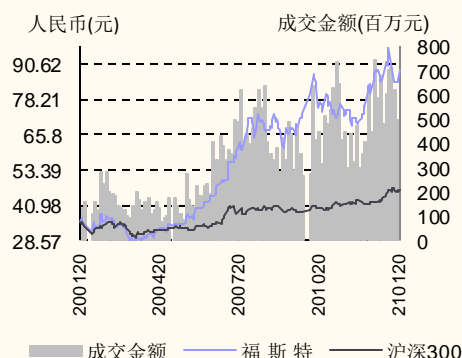


市场价格 (人民币): 88.93 元

Q4 胶膜量价齐升, 业绩环比大幅增长

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.70
已上市流通 A 股(亿股)	7.70
总市值(亿元)	684.36
年内股价最高最低(元)	96.90/28.57
沪深 300 指数	5476
上证指数	3583



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.438	1.831	1.997	2.446	2.932
每股净资产(元)	10.63	12.49	14.88	17.93	21.70
每股经营性现金流(元)	0.32	1.05	1.95	2.47	3.31
市盈率(倍)	61.86	48.56	44.53	36.36	30.33
净利润增长率(%)	28.38%	27.39%	60.58%	22.46%	19.89%
净资产收益率(%)	13.53%	14.67%	19.77%	20.09%	19.90%
总股本(百万股)	522.60	522.60	769.55	769.55	769.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 1月20日, 公司发布2020年业绩预告, 预计2020年实现归母净利润15.4亿元, 同比增长61%; 预计2020Q4实现归母净利润6.7亿元, 环比增长61%, 超预期。

经营分析

- EVA树脂涨价叠加抢装需求旺盛, 四季度胶膜量价齐升, 带动公司业绩高增:** 10月以来上游EVA树脂价格上涨幅度最高达到50%, 叠加国内四季度光伏抢装并网规模超预期、胶膜供给紧缺加剧的影响, 公司胶膜产品价格一路走高, 将成本上涨的压力较好的传导到了下游, 推动单平米毛利的提升; 同时四季度公司新产能继续释放, 单月胶膜产量较Q3环比提升1000万平方米左右, 带动Q4胶膜量价齐升, 单季业绩环比大幅增长61%。
- 受益于双玻占比提升, 出货结构持续升级:** 截至2020年底, 公司胶膜产能约10亿平, 预计2021-2022年每年新增产能约3-4亿平, 对应2021年公司胶膜出货量约11-12亿平。我们判断未来公司新产能将根据市场需求情况有序释放, 促进业绩稳步增长, 同时随着光伏玻璃新产能的逐步投产, 预计2021年双玻组件渗透率将继续提升至40%左右, 公司POE产品将受益于双玻需求增长, 出货占比继续提升, 推动公司胶膜均价增长。
- 四季度光伏并网量大超预期, 行业需求有望递延至一季度:** 根据能源局数据, 2020年国内新增光伏并网48.2GW, 其中Q4单季并网29.5GW, 远超市场预期。我们预计12月抢并网光伏项目中, 仍有可观规模组件将延迟到Q1安装, 叠加部分自然推迟到Q1并网的竞价项目需求, Q1国内光伏需求有望呈现和Q3类似的“淡季不淡”景象, 排除掉春节假期因素的影响, 我们判断光伏产业链尤其是头部企业仍将保持较高的开工率。

盈利调整与投资建议

- 综合考虑公司Q4盈利超预期、以及当前时点对明年光伏胶膜环节供需和竞争格局的判断, 上调公司2020-2022E净利润分别至15.4(+28%)、18.8(+30%)、22.6(+35%)亿元, 对应EPS分别为2.0、2.4、2.9元, 当前股价对应PE分别为45、36、30倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情超预期恶化, 产品价格表现不及预期, 国际贸易环境恶化, 下游需求不及预期。

相关报告

- 《盈利能力显著改善, Q4胶膜有望继续量价齐升-福斯特2020三...》, 2020.10.26
- 《盈利能力显著改善, Q4胶膜有望继续量价齐升-福斯特2020三...》, 2020.10.26
- 《胶膜销售量价齐升推动业绩超预期-福斯特2019年报点评》, 2020.3.23

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,585	4,810	6,378	8,633	11,414	14,387	货币资金	339	494	1,881	2,037	2,390	3,426
增长率		4.9%	32.6%	35.4%	32.2%	26.0%	应收账款	2,471	2,773	3,074	3,803	4,519	5,264
主营业务成本	-3,626	-3,864	-5,079	-6,212	-8,489	-10,891	存货	479	780	909	1,011	1,322	1,629
%销售收入	79.1%	80.3%	79.6%	72.0%	74.4%	75.7%	其他流动资产	1,232	967	880	887	916	947
毛利	959	946	1,299	2,421	2,925	3,496	流动资产	4,521	5,014	6,745	7,738	9,146	11,266
%销售收入	20.9%	19.7%	20.4%	28.0%	25.6%	24.3%	%总资产	79.3%	77.7%	81.2%	79.5%	78.6%	80.8%
营业税金及附加	-27	-19	-22	-30	-40	-50	长期投资	12	14	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	927	1,167	1,290	1,718	2,199	2,377
销售费用	-78	-87	-113	-138	-160	-187	%总资产	16.2%	18.1%	15.5%	17.6%	18.9%	17.1%
%销售收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	无形资产	194	200	217	225	233	241
管理费用	-232	-84	-98	-134	-166	-201	非流动资产	1,182	1,442	1,560	1,996	2,485	2,671
%销售收入	5.1%	1.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	%总资产	20.7%	22.3%	18.8%	20.5%	21.4%	19.2%
研发费用	0	-179	-203	-302	-388	-460	资产总计	5,703	6,456	8,305	9,734	11,631	13,937
%销售收入	0.0%	3.7%	3.2%	3.5%	3.4%	3.2%	短期借款	0	15	20	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	622	576	864	1,817	2,172	2,596	应付款项	596	722	759	879	1,150	1,445
%销售收入	13.6%	12.0%	13.5%	21.0%	19.0%	18.0%	其他流动负债	64	148	83	164	198	242
财务费用	-14	5	0	8	11	11	流动负债	660	885	862	1,042	1,348	1,687
%销售收入	0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期借款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	16	-103	-5	-10.2	-17	-15	其他长期负债	14	15	914	914	914	914
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	675	900	1,776	1,957	2,262	2,601
投资收益	48	62	27	20	26	30	普通股股东权益	5,027	5,554	6,525	7,774	9,369	11,338
%税前利润	7.1%	7.2%	2.5%	1.1%	1.2%	1.2%	其中：股本	402	523	523	523	523	523
营业利润	677	858	1,094	1,785	2,163	2,593	未分配利润	2,898	3,408	4,070	5,319	6,914	8,883
营业利润率	14.8%	17.8%	17.2%	20.7%	18.9%	18.0%	少数股东权益	2	2	4	3	0	-2
营业外收支	-2	-3	-2	-2	-2	-2	负债股东权益合计	5,703	6,456	8,305	9,734	11,631	13,937
税前利润	675	856	1,092	1,783	2,161	2,591	比率分析						
利润率	14.7%	17.8%	17.1%	20.7%	18.9%	18.0%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-90	-106	-137	-248	-281	-337	每股指标						
所得税率	13.3%	12.4%	12.6%	13.9%	13.0%	13.0%	每股收益	1.456	1.438	1.831	1.997	2.446	2.932
净利润	585	750	955	1,535	1,880	2,254	每股净资产	12.505	10.627	12.486	14.876	17.928	21.695
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.604	0.324	1.045	1.950	2.471	3.308
归属于母公司的净利润	585	751	957	1,537	1,882	2,256	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.550	0.550	0.550
净利率	12.8%	15.6%	15.0%	17.8%	16.5%	15.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.64%	13.53%	14.67%	19.77%	20.09%	19.90%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	10.26%	11.64%	11.52%	15.79%	16.18%	16.19%
净利润	585	750	955	1,535	1,880	2,254	投入资本收益率	10.72%	9.06%	10.15%	18.05%	18.42%	18.48%
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2	增长率						
非现金支出	59	196	116	133	186	237	主营业务收入增长率	16.03%	4.90%	32.61%	35.36%	32.21%	26.04%
非经营收益	-26	-83	-71	-7	-13	-10	EBIT增长率	-30.92%	-7.39%	50.02%	110.34%	19.53%	19.55%
营运资金变动	-375	-693	-454	-642	-761	-752	净利润增长率	-30.97%	28.38%	27.39%	60.58%	22.46%	19.89%
经营活动现金净流	243	170	546	1,019	1,291	1,729	总资产增长率	3.76%	13.19%	28.64%	17.20%	19.49%	19.82%
资本开支	-204	-195	-47	-560	-660	-410	资产管理能力						
投资	0	0	5	-5	-6	-7	应收账款周转天数	75.6	79.4	79.3	79.0	70.0	70.0
其他	445	346	22	20	26	30	存货周转天数	48.2	59.5	60.7	60.0	58.0	56.0
投资活动现金净流	241	151	-20	-545	-640	-387	应付账款周转天数	50.6	56.2	48.1	48.1	46.0	45.0
股权募资	1	0	211	0	0	0	固定资产周转天数	64.2	84.2	62.0	55.4	55.7	51.2
债权募资	0	15	890	-20	0	0	偿债能力						
其他	-451	-226	-206	-299	-298	-305	净负债/股东权益	-6.75%	-8.63%	-25.25%	-23.52%	-23.35%	-28.51%
筹资活动现金净流	-451	-211	896	-319	-298	-305	EBIT利息保障倍数	43.7	-105.0	-3,112.4	-218.5	-189.6	-230.1
现金净流量	33	110	1,422	155	353	1,037	资产负债率	11.83%	13.94%	21.38%	20.10%	19.45%	18.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	12	22	40
增持	1	2	5	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.29	1.33	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

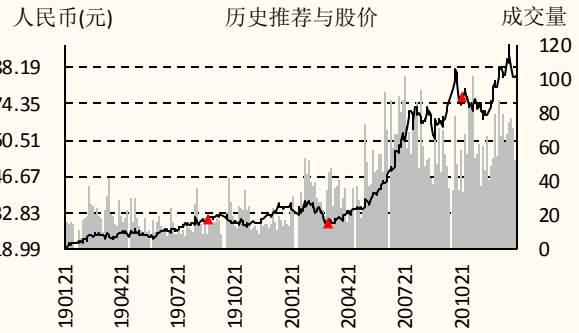
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-11	增持	42.37	48.90~48.90
2	2019-10-27	增持	41.02	N/A
3	2020-03-23	增持	40.63	N/A
4	2020-10-26	增持	73.61	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402