

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

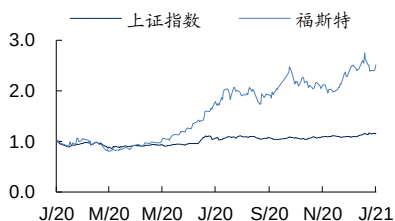
福斯特(603806)
增持

2020 年业绩预增点评

(维持评级)

2021 年 01 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	770/770
总市值/流通(百万元)	68,436/68,436
上证综指/深圳成指	3,583/15,223
12 个月最高/最低(元)	98.90/33.47

相关研究报告:

《福斯特-603806-深度报告: 光伏胶膜龙头的攻守兼备之道》——2020-12-17

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003

联系人: 万里明

 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

胶膜量价齐升, 业绩大超预期

● Q4 胶膜行业量价齐升, 公司业绩大幅超预期

公司披露了 2020 年业绩预增公告, 全年归母净利润达到 15.40 亿元 (+61%), 扣非归母净利润 14.98 亿元 (+85%)。其中四季度单季度归母净利润 6.68 亿元, 同比增长 83%, 环比增长 61%, 盈利逐季度提升。Q3 光伏胶膜提价叠加原材料成本下降, 公司毛利率大幅提升, Q4 光伏胶膜量价齐升, 公司凭借低价原材料储备、产能扩张和产品结构优化, 盈利创下历史新高, 全年业绩大幅超预期。

● 把握光伏胶膜优质赛道, 低点备货锁定高额收益

胶膜处于光伏行业优质赛道, 龙头公司彰显管理成本优势。全球光伏胶膜需求有望从 20 年的 12 亿平增至 25 年 32 亿元 (CAGR22%), 公司伴随扩产将充分受益。公司资金和管理优势显著, Q2 原材料降价显著, 公司在低点积极备货锁定成本波动, 下半年胶膜和原材料同步涨价, 叠加人民币升值, 公司采购的低价原料树脂大大提升盈利空间。

● 传统光伏胶膜快速扩产, 感光干膜打造第二成长曲线

传统光伏行业, 公司胶膜和背板产能持续扩张, 2020 年中期公司胶膜产能 9 亿平, 在建产能达到 6 亿平, 我们预计公司 2021 年公司胶膜销量约为 11 亿平, 另有光伏背板在建产能 1.1 亿平。电子材料和铝塑膜市场有望打造公司第二成长曲线, 公司感光干膜成功进入深南等核心客户, 其中 2 亿平在建产能预计将在 2021 年贡献营收。

● 投资建议: 上调公司盈利预测, 维持 “增持” 评级

基于光伏行业高增速、胶膜涨价超预期和公司产能扩张, 我们上调了公司的盈利预测, 预计 20-22 年营收 98.7/149.6/199.2 亿元, 同比增速 55/52/33%, 归母公司净利润分别为 15.4/20.1/26.8 亿元 (原预测 12.4/16.1/26.0 亿元), 同比增速 61/31/33%; 20-22 年 EPS 分别为 2.0/2.6/3.5 元, 当前股价对应 PE 为 44/34/26 倍, 维持 “增持” 评级。

● 风险提示:

光伏需求不及预期; 产品价格大幅波动; 应收账款回款风险; 新建产能释放不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

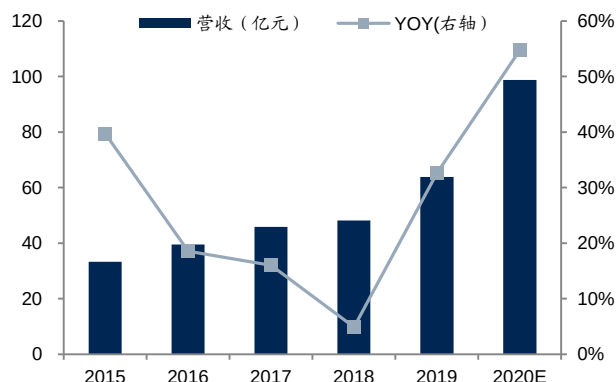
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,378	9,870	14,961	19,923
(+/-%)	32.6%	54.7%	51.6%	33.2%
净利润(百万元)	957	1540	2012	2679
(+/-%)	27.4%	60.9%	30.6%	33.2%
摊薄每股收益(元)	1.83	2.00	2.61	3.48
EBIT Margin	16.7%	17.9%	15.1%	15.2%
净资产收益率(ROE)	14.7%	20.7%	23.2%	26.1%
市盈率(PE)	48.6	44.4	34.0	25.5
EV/EBITDA	41.0	38.2	29.8	22.5
市净率(PB)	7.1	9.2	7.9	6.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

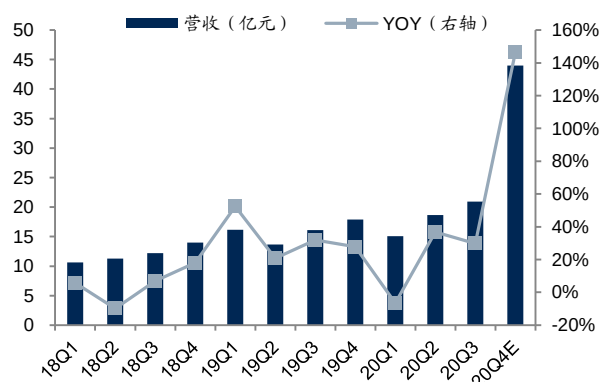
公司披露了 2020 年业绩预增公告, 全年归母净利润达到 15.40 亿元 (+61%), 扣非归母净利润 14.98 亿元 (+85%)。经测算四季度单季度归母净利润 6.68 亿元, 同比增长 83%, 环比增长 61%, 盈利逐季度提升并创下历史新高。Q3 光伏胶膜提价叠加原材料成本下降, 公司毛利率大幅提升, Q4 光伏胶膜量价齐升, 公司凭借低价原材料储备、产能扩张和产品结构优化, 盈利创下历史新高, 全年业绩大幅超预期。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



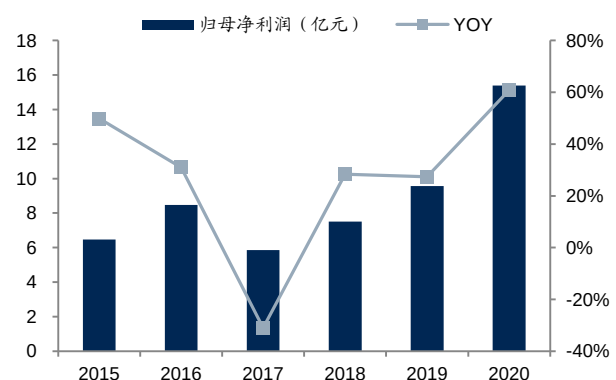
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2020 年营收参照国信证券预测

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



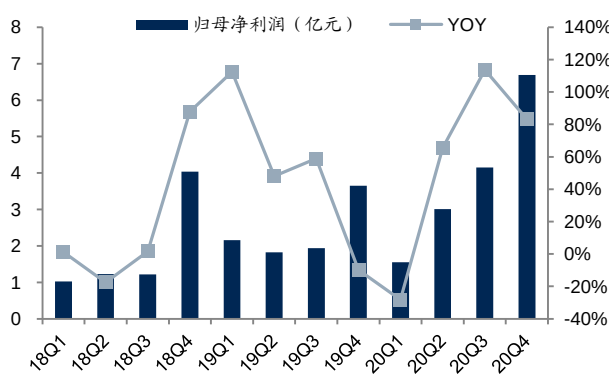
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2020Q4 营收参照国信证券预测

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



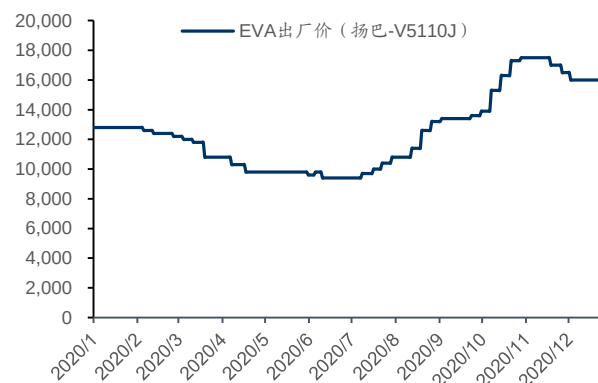
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

胶膜处于光伏行业优质赛道, 龙头充分收益。中国光伏协会预测, 预计 2021 年全球新增光伏装机容量将达到 160GW, 2022 年达到 180-200GW, 2025 年最高可达 391GW, 乐观情况下年复合增速 23%, 对应全球光伏胶膜需求预计从 2020 年的 12 亿平增长至 2025 年的 32 亿平, CAGR 达到 22%, 公司在光伏胶膜行业常年市占率在 50% 左右, 将充分受益于行业确定性高增速。

公司资金和管理优势显著, 通过灵活备货锁定原材料成本波动。2020Q2 树脂等原材料降价显著, 公司积极在行业低点备货, 公司 Q3 光伏树脂采购价为 9680 元/吨, 显著低于行业同期均价, 下半年光伏树脂价格从 1 万元/吨左右涨至最高 1.8 万元/吨, 与此同时光伏胶膜在供需紧张的情况下也同步涨价, 胶膜价格从年初的 8 元/平左右涨至 10 元/平左右, 公司低价的原材料储备将显著增加公司的盈利空间。

图 5：公司光伏胶膜平均售价（元/平）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年国内 EVA 树脂价格走势（元/吨）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在传统光伏行业，公司胶膜和背板产能持续扩张，2020 年中期公司披露胶膜产能 9 亿平，在建产能达到 6 亿平，我们预计公司 2021 年胶膜销量为 11 亿平，另有光伏背板在建产能 1.1 亿平。电子材料和铝塑膜市场有望打造公司第二成长曲线，公司感光干膜成功进入深南等核心客户，其中 2 亿平在建产能预计将在 2021 年贡献营收增长。

表 1：公司终端产品扩产计划

在建项目	预算数（亿元）	工程累计投入占比	厂址	预期达产时间
年产 2.16 亿平方米感光干膜项目	5.3	70%	浙江临安	2021 年
年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目	4.5	30%	浙江临安	2021 年
年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（一期）	3.7	50%	浙江临安	2021 年
年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（二期）	1.8		浙江临安	2023 年
年产 2.5 亿平方米光伏胶膜项目、年产 1.1 亿平方米光伏背板项目	7.2		浙江嘉兴	2024 年
滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目 （2.5 亿平 POE+2.5 亿平 EVA）	14.5		安徽滁州	2025 年
合计	37.1			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。

基于公司产能扩张节奏和市场需求增长，我们对公司的主营产品给予以下销量、售价和毛利率假设：

表 2：公司主营产品销售量假设（亿平）

	2020E	2021E	2022E	2023E
（销售量假设单位：亿平）				
光伏胶膜	8.2	11.0	14.5	18.0
普通 EVA	4.3	5.0	5.1	6.5
白色 EVA	1.2	1.7	2.9	4.5
POE	2.6	4.4	6.5	7.0
光伏背板	0.6	1.3	1.7	1.7
普通有机背板	0.52	1.17	1.32	1.32
透明背板	0.058	0.13	0.33	0.33
感光干膜	0.76	1.30	2.20	2.20
铝塑膜			0.17	0.4
热缩网膜	0.05	0.05	0.05	0.05

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 3: 公司主营产品售价和毛利率假设

	2020E	2021E	2022E	2023E
(盈利假设: 元/平米, %)				
普通 EVA 均价	10.0	10.5	10.0	9.5
白色 EVA 均价	12.5	13.0	12.0	11.0
POE 均价	11.5	12.5	11.5	11.0
胶膜毛利率	25%	22%	21%	21%
普通有机背板均价	9.5	9.5	9.5	9.5
透明背板均价	25	25	25	25
背板毛利率	21%	25%	26%	26%
感光干膜均价	4.02	5.00	7.00	9.00
感光干膜毛利率	20%	23%	27%	30%
铝塑膜均价			12.5	12.5
铝塑膜毛利率			27%	30%
热缩网膜均价	1.89	1.89	1.89	1.89
热缩网膜毛利率	14%	14%	14%	14%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

基于光伏行业确定性高增速、胶膜涨价超预期和公司产能持续扩张, 我们上调了公司的盈利预测, 预计 2020-2022 年营收 98.7/149.6/199.2 亿元, 同比增速 55/52/33%, 归母公司净利润分别为 15.4/20.1/26.8 亿元(原预测 12.4/16.1/26.0 亿元), 同比增速 61/31/33%; 2020-2022 年 EPS 分别为 2.0/2.6/3.5 元, 当前股价对应 PE 为 44/34/26 倍, 维持“增持”评级。

表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	投资评级	EPS			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			
601012	隆基股份	未评级	2.24	2.95	3.63	48.35	36.72	29.84	12.59	1.53	4,085.20
603212	赛伍技术	未评级	0.49	0.99	1.52	70.51	34.90	22.73	7.69	0.69	138.20
600438	通威股份	增持	1.02	1.20	1.48	37.57	31.93	25.89	7.08	2.13	1,724.99
300274	阳光电源	买入	1.36	2.08	2.84	67.79	44.33	32.46	13.85	1.28	1,343.30
603806	福斯特	增持	2.00	2.61	3.48	44.47	34.07	25.55	8.57	1.46	684.36

资料来源: 隆基股份、通威股份、赛伍技术盈利预测来自 Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1881	5305	4603	4367	营业收入	6378	9870	14961	19923
应收款项	1796	2163	3279	4367	营业成本	5079	7449	11670	15518
存货净额	909	1339	2101	2797	营业税金及附加	22	39	60	80
其他流动资产	1482	493	748	996	销售费用	113	145	220	293
流动资产合计	6745	9301	10731	12526	管理费用	98	495	770	1018
固定资产	1290	1745	2203	2635	财务费用	(0)	(61)	(83)	(63)
无形资产及其他	217	245	274	302	投资收益	27	0	0	0
投资性房地产	53	53	53	53	资产减值及公允价值变动	4	(53)	(40)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(4)	22	22	22
资产总计	8305	11345	13261	15516	营业利润	1094	1770	2306	3079
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	(2)	0	6	0
应付款项	702	1008	1581	2104	利润总额	1092	1770	2313	3079
其他流动负债	139	239	375	500	所得税费用	137	230	301	400
流动负债合计	862	1267	1976	2624	少数股东损益	(2)	0	0	0
长期借款及应付债券	890	2590	2590	2590	归属于母公司净利润	957	1540	2012	2679
其他长期负债	25	35	35	35					
长期负债合计	914	2624	2624	2624					
负债合计	1776	3891	4601	5248					
少数股东权益	4	4	4	4					
股东权益	6525	7449	8656	10264					
负债和股东权益总计	8305	11345	13261	15516					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	957	1540	2012	2679
资产减值准备	(210)	161	14	13
折旧摊销	112	153	210	256
公允价值变动损失	(4)	53	40	20
财务费用	(0)	(61)	(83)	(63)
营运资本变动	120	767	(1409)	(1370)
其它	209	(161)	(14)	(13)
经营活动现金流	1182	2513	853	1585
资本开支	(31)	(850)	(750)	(750)
其它投资现金流	(676)	677	0	0
投资活动现金流	(693)	(173)	(750)	(750)
权益性融资	211	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(235)	(616)	(805)	(1072)
其它融资现金流	1157	0	0	0
融资活动现金流	898	1084	(805)	(1072)
现金净变动	1388	3424	(702)	(236)
货币资金的期初余额	494	1881	5305	4603
货币资金的期末余额	1881	5305	4603	4367
企业自由现金流	1133	1603	20	778
权益自由现金流	2290	1656	92	833

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032