

公司研究

21年高毛利率有望维持，持续扩产保障业绩稳步提升

——福斯特（603806.SH）2020年年度报告点评

要点

事件：公司发布2020年年度报告，2020年实现营业收入83.93亿元，同比增长31.59%；实现归母净利润15.65亿元，同比增长63.52%，小幅超出公司之前披露的业绩预增公告（预计实现归母净利润15.40亿元，同比增长61%左右）。

光伏胶膜业务量价齐升，毛利率大幅提升支撑公司业绩高增。（1）公司光伏胶膜业务在2020年供需形势紧张的背景下实现量价齐升，2020年光伏胶膜出货量同比增长15.57%至8.65亿平方米，平均单价（税后）同比增长5.16%至8元/平方米，带动营业收入同比增长32.79%至75.62亿元；单价提升的同时公司成本控制能力优异，单位成本继续保持下降趋势，毛利率同比提升8.46个pct至29.04%，创2017年以来的新高。（2）背板业务保持稳健增长，出货量同比增长11.84%至5712万平方米，平均单价（税后）同比下滑7.86%至9.77元/平方米，营业收入同比微增5.95%至5.58亿元。（3）感光干膜出货量大幅提升206.45%至4363万平方米，平均单价（税后）小幅提升4.59%至4.2元/平方米，营业收入同比高增220.52%至1.83亿元，产能利用率的持续提升也带动毛利率同比提升12.41个pct至19.6%。

胶膜产能扩张持续，感光干膜业务2021年有望维持高速增长。光伏胶膜方面，公司2020年底光伏胶膜设计产能达10.51亿平方米，同比增长41.07%，未来滁州（年产5亿平方米）和嘉兴（年产2.5亿平方米）项目的稳步落地将保障公司POE胶膜和白色EVA胶膜的产能优势进一步扩大。电子材料方面，公司年产2.16亿平方米的感光干膜项目已于2020年转固，2021年产能将加速释放；同时安吉基地2万吨/年丙烯酸树脂一期项目亦进入试产阶段，未来将有效提升核心原材料品质的稳定性。公司感光干膜产能的持续提升将进一步推升该项业务的出货量，而核心原材料的供应能力提升将有效保障感光干膜业务的盈利能力，我们看好该项业务在2021年维持高速增长，未来将成为公司新的业绩增长点。

维持“买入”评级。根据公司未来业务规划、产能扩张、以及公司上游原材料光伏树脂项目扩产情况，我们维持2021年盈利预测，下调2022年盈利预测，新增2023年盈利预测，预计公司21-23年实现归母净利润19.87/22.95/26.52亿元（维持/下降7.63%/新增），对应EPS为2.58/2.98/3.45元，当前股价对应21年PE为30倍。公司作为胶膜行业的绝对龙头，资金、规模、技术等方面的优势有望推动公司市占率进一步提升，同时在电子材料业务的产能扩张和产品多元化发展有望给公司带来新的业绩增长点，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏装机不及预期；竞争加剧导致市场份额下降的风险；电子材料新业务开拓不及预期；原材料价格波动的风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,378	8,393	12,066	14,224	16,734
营业收入增长率	32.61%	31.59%	43.76%	17.88%	17.65%
净利润（百万元）	957	1,565	1,987	2,295	2,652
净利润增长率	27.39%	63.52%	26.98%	15.46%	15.59%
EPS（元）	1.83	2.03	2.58	2.98	3.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.67%	17.34%	18.63%	18.33%	18.09%
P/E	43	39	30	26	23
P/B	6.3	6.7	5.7	4.8	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-25

买入（维持）

当前价：78.38元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

联系人：陈无忌

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.70
总市值(亿元)	603.17
一年最低/最高(元)	28.14/110.58
近3月换手率	46.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.13	-6.88	135.99
绝对	-13.06	-9.18	168.33

资料来源：Wind

相关研报

业绩超预期，龙头持续加码扩产力度——福斯特（603806.SH）2020年度业绩预增公告点评（2021-01-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,378	8,393	12,066	14,224	16,734
营业成本	5,079	6,013	8,956	10,667	12,591
折旧和摊销	112	132	175	199	222
税金及附加	22	35	50	100	117
销售费用	113	121	205	228	268
管理费用	98	144	174	192	209
研发费用	203	309	422	398	485
财务费用	0	-19	19	56	72
投资收益	27	40	40	40	40
营业利润	1,094	1,790	2,257	2,613	3,020
利润总额	1,092	1,782	2,262	2,612	3,019
所得税	137	217	275	317	367
净利润	955	1,565	1,987	2,295	2,652
少数股东损益	-2	0	0	0	0
归属母公司净利润	957	1,565	1,987	2,295	2,652
EPS(按最新股本计)	1.83	2.03	2.58	2.98	3.45

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	435	272	333	827	1,081
净利润	957	1,565	1,987	2,295	2,652
折旧摊销	112	132	175	199	222
净营运资金增加	46	3,067	2,542	2,114	2,327
其他	-680	-4,491	-4,372	-3,780	-4,121
投资活动产生现金流	-20	-1,832	-425	-270	-270
净资本支出	-47	-355	-310	-310	-310
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	27	-1,477	-115	40	40
融资活动现金流	864	1,382	828	-126	-309
股本变化	0	247	0	0	0
债务净变化	894	445	1,190	368	268
无息负债变化	-18	294	212	243	279
净现金流	1,311	-200	736	432	502

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.4%	28.4%	25.8%	25.0%	24.8%
EBITDA 率	15.8%	23.0%	20.4%	20.2%	19.8%
EBIT 率	14.1%	21.4%	18.9%	18.8%	18.5%
税前净利润率	17.1%	21.2%	18.7%	18.4%	18.0%
归母净利润率	15.0%	18.6%	16.5%	16.1%	15.8%
ROA	11.5%	13.6%	13.6%	13.5%	13.4%
ROE (摊薄)	14.7%	17.3%	18.6%	18.3%	18.1%
经营性 ROIC	12.8%	16.0%	15.8%	15.7%	15.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	22%	27%	27%	26%
流动比率	7.83	8.24	5.07	5.08	5.27
速动比率	6.77	7.37	4.62	4.63	4.84
归母权益/有息债务	7.17	6.66	4.19	4.30	4.61
有形资产/有息债务	8.85	8.28	5.60	5.74	6.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,305	11,545	14,587	17,052	19,744
货币资金	1,881	1,677	2,413	2,845	3,347
交易性金融资产	677	501	501	501	501
应收帐款	1,632	2,382	3,038	3,581	4,213
应收票据	136	221	317	374	440
其他应收款 (合计)	27	6	9	10	12
存货	909	974	1,072	1,277	1,382
其他流动资产	1,421	3,428	4,529	5,608	6,864
流动资产合计	6,745	9,318	12,072	14,427	17,030
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,083	1,634	1,792	1,916	2,009
在建工程	207	166	124	93	70
无形资产	217	272	275	278	281
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12	96	249	249	249
非流动资产合计	1,560	2,227	2,515	2,626	2,714
总负债	1,776	2,516	3,917	4,527	5,075
短期借款	20	0	1,040	1,257	1,375
应付账款	702	720	806	960	1,133
应付票据	0	11	17	20	23
预收账款	17	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	3	3	3
流动负债合计	862	1,131	2,379	2,837	3,232
长期借款	0	0	150	300	450
应付债券	890	1,355	1,355	1,355	1,355
其他非流动负债	25	27	31	33	36
非流动负债合计	914	1,384	1,538	1,690	1,843
股东权益	6,529	9,029	10,670	12,525	14,670
股本	523	770	770	770	770
公积金	1,658	2,529	2,647	2,647	2,647
未分配利润	4,070	5,344	6,867	8,721	10,866
归属母公司权益	6,525	9,025	10,666	12,521	14,665
少数股东权益	4	4	4	4	4

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.77%	1.44%	1.70%	1.60%	1.60%
管理费用率	1.53%	1.71%	1.44%	1.35%	1.25%
财务费用率	0.00%	-0.23%	0.16%	0.39%	0.43%
研发费用率	3.18%	3.68%	3.50%	2.80%	2.90%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.55	0.45	0.57	0.66	0.76
每股经营现金流	0.83	0.35	0.43	1.07	1.40
每股净资产	12.49	11.73	13.86	16.27	19.06
每股销售收入	12.20	10.91	15.68	18.48	21.75

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	43	39	30	26	23
PB	6.3	6.7	5.7	4.8	4.1
EV/EBITDA	40.2	31.8	25.4	21.9	19.0
股息率	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中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版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	-------------------------------------------------	----	---------------------------------------