

## 2020 年年报点评: Q4 光伏胶膜毛利率超预期, 新材料量利双升 买入 (维持)

2021 年 03 月 26 日

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

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,393	13,118	17,434	23,230
同比 (%)	31.6%	56.3%	32.9%	33.2%
归母净利润 (百万元)	1565	1953	2534	3348
同比 (%)	63.5%	24.8%	29.7%	32.1%
每股收益 (元/股)	2.03	2.54	3.29	4.35
P/E (倍)	38.54	30.88	23.80	18.01

### 投资要点

- **20 年归母净利润同增 63.5%，扣非归母净利润同增 87.7%，超预期：**20 年公司实现营收 83.9 亿元，同增 31.6%，归母净利润 15.7 亿元，同增 63.5%，扣非归母净利润 15.2 亿元，同增 87.7%。其中 Q4 收入 29.2 亿元，同增 63.6%，环增 39.7%；归母 6.9 亿元，同增 90.3%，环增 67.1%。整体业绩超预期，主要原因在于胶膜业务毛利率超预期。
- **公司光伏胶膜产销双升，龙一地位稳固：**公司 20 年销量达 8.65 亿平米，同比增加 15.57%，对应全球市占率约 55%-60%，大幅领先二梯队厂商，龙一地位稳固，其中 Q4 胶膜销量达 2.68 亿平米，环增 21.8%，同增 33.3%。截至 20 年末，公司胶膜产能达 10.5 亿平米，同增 41.1%，随着后续滁州 5 亿平米和嘉兴 2.5 亿平米胶膜产能投放，公司产能剑指 18 亿平米，对应 180GW 组件需求，我们预计 21 年出货量将超 11 亿平米，同增 27%+。
- **Q4 毛利率超预期：**光伏胶膜全年毛利率 29.04%，同比提升 8.5 个百分点，其中 Q4 毛利率达 36.4%，环比提升 5 个百分点，同比提升超 13 个百分点，对应单平米净利为 2.57 元。Q4 毛利率超预期主要是由于 (1) 价格高：胶膜 Q4 两次提价叠加高端产品占比提升，公司 Q4 胶膜单价为 9.96 元/平方米，同增 24.7%，环增 19.2%，为 14 年至今的最高价；(2) 成本低：公司 Q4 树脂平均采购价为 11.98 元/KG，环比增长 23.8%，但测算公司 Q4 单平米成本环比仅提升 10%，我们预计是低成本库存所致。
- **感光干膜 20 年量利双升，多个新产品储备：**公司感光干膜近几年处于快速成长期，20 年销售 4362.5 万平米，同增 206.5%，实现营收 1.8 亿元，同增 220.5%，我们预计 21 年销量将超 1.6 亿平米。感光干膜毛利率提升显著，19 年毛利率仅 7.2%，20H1 为 16.06%，20H2 提升至 22.1%，我们预计 21 年随着规模化效应&配套的碱溶性树脂投产&高端产品结构占比提升，21 年毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台，拓展新材料产品体系的战略实施，FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**盈利预测与投资评级：基于光伏行业景气度、公司龙头地位提升，上调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元 (前值 21 年为 17 亿)，同比增长 24.8%/29.7%/32.1%，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 101.6 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)	78.38
一年最低/最高价	28.15/110.58
市净率(倍)	7.56
流通 A 股市值(百万元)	60317.51

### 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): 胶膜毛利率再超预期, 产品结构持续改善》2021-01-21
- 2、《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
- 3、《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

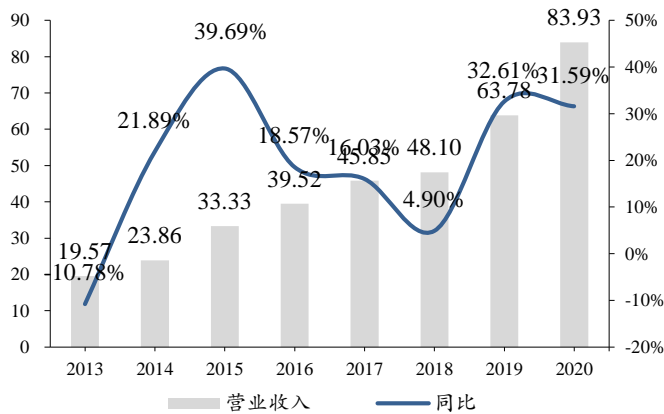
20 年归母净利润同增 63.5%，扣非归母净利润同增 87.7%，超预期：20 年公司实现营收 83.9 亿元，同增 31.6%，归母净利润 15.7 亿元，同增 63.5%，扣非归母净利润 15.2 亿元，同增 87.7%。其中 Q4 收入 29.2 亿元，同增 63.6%，环增 39.7%；归母 6.9 亿元，同增 90.3%，环增 67.1%。整体业绩超预期，主要原因在于胶膜业务毛利率超预期。

表 1: 2020 年收入 83.93 亿元，同比增长 31.59%；盈利 15.65 亿元，同比增长 63.52%

福斯特	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	83.93	63.78	31.6%	29.24	17.87	63.6%	20.93	39.7%
毛利率	28.4%	20.4%	8.0%	35.4%	22.0%	13.4%	29.7%	5.7%
营业利润	17.90	10.94	63.5%	7.75	4.01	93.4%	4.83	60.6%
利润总额	17.82	10.92	63.1%	7.70	4.00	92.5%	4.82	59.7%
归属母公司净利润	15.65	9.57	63.5%	6.94	3.65	90.3%	4.15	67.1%
扣非归母净利润	15.21	8.11	87.7%	6.74	3.18	112.2%	4.05	66.4%
归母净利率	18.6%	15.0%	3.6%	23.7%	20.4%	3.3%	19.8%	3.9%
股本	7.70	5.23	-	5.23	5.23	-	7.70	-
EPS	2.03	1.83	11.0%	1.33	0.70	90.3%	0.54	146.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 83.93 亿元，同比+31.59% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 15.65 亿元，同比+63.52% (亿元)



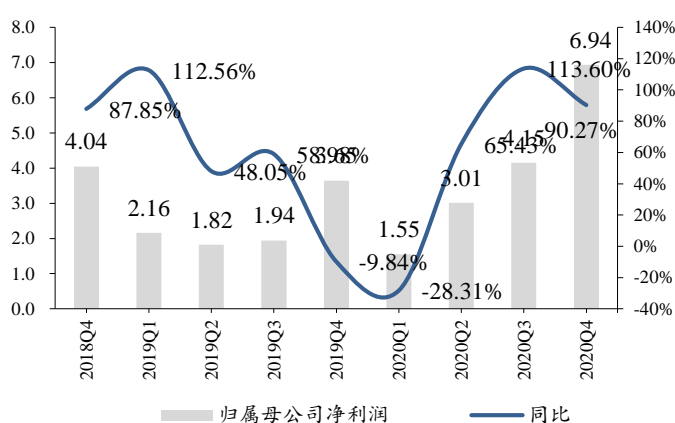
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 29.24 亿元, 同比+63.57% (亿元)



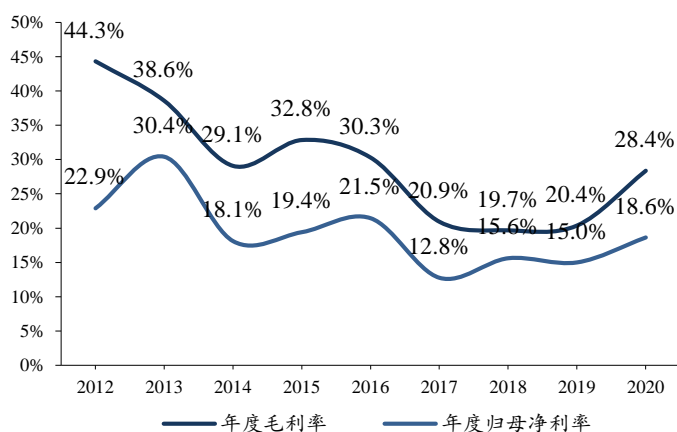
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 6.94 亿元, 同比+90.27% (亿元)



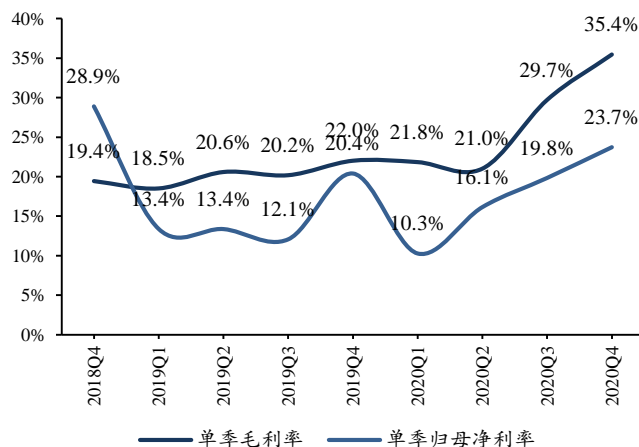
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比+7.99、+3.64pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

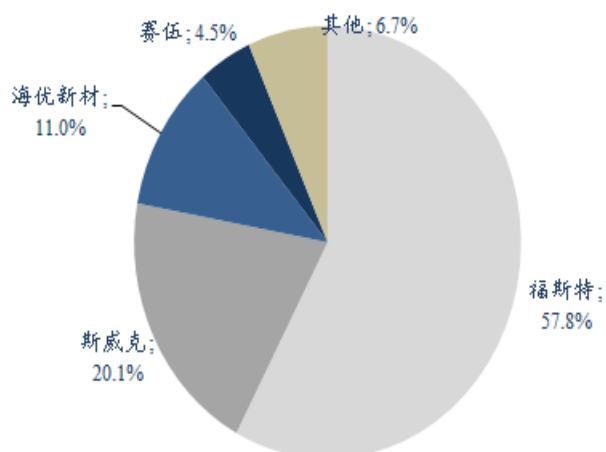
图 6: Q4 毛利率、净利率同比+13.42、+3.33pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

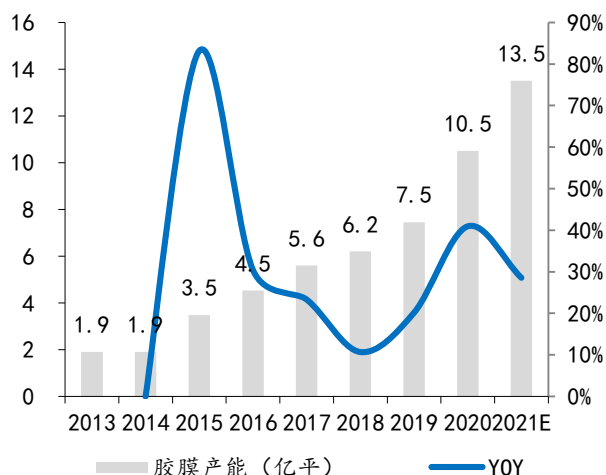
**公司光伏胶膜产销双升, 龙一地位稳固:** 公司 20 年销量达 8.65 亿平米, 同比增加 15.57%, 对应全球市占率约 55%-60%, 大幅领先二梯队厂商, 龙一地位稳固, 其中 Q4 胶膜销量达 2.68 亿平米, 环增 21.8%, 同增 33.3%。截至 20 年末, 公司胶膜产能达 10.5 亿平米, 同增 41.1%, 随着后续滁州 5 亿平米和嘉兴 2.5 亿平胶膜产能投放, 公司产能剑指 18 亿平米, 对应 180GW 组件需求。

图 7: 胶膜 20 年竞争格局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

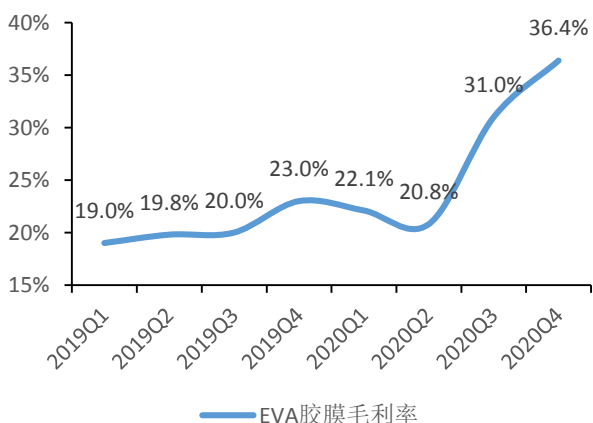
图 8: 公司胶膜产能



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

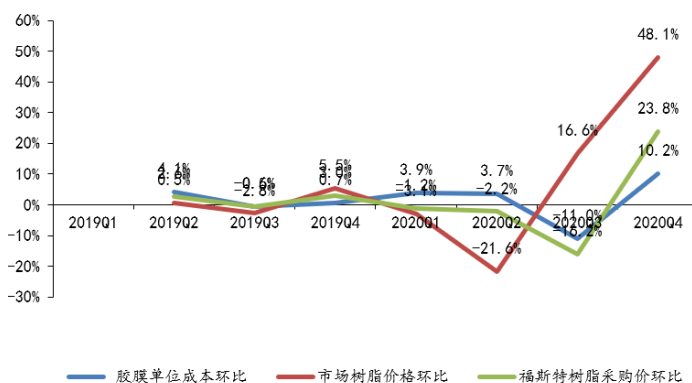
**Q4 毛利率超预期:** 光伏胶膜全年毛利率 29.04%，同比提升 8.5 个百分点，其中 Q4 毛利率达 36.4%，环比提升 5 个百分点，同比提升超 13 个百分点。Q4 毛利率超预期主要是由于 (1) 价格高: 胶膜 Q4 两次提价叠加高端产品占比提升，公司 Q4 胶膜单价为 9.96 元/平方米，同增 24.7%，环增 19.2%，为 14 年至今的最高价; (2) 成本低: 公司 Q4 树脂平均采购价为 11.98 元/KG，环比增长 23.8%，但测算公司 Q4 单平米成本环比仅提升 10%，我们预计是低成本库存所致。

图 9: 19-20 年季度胶膜毛利率曲线



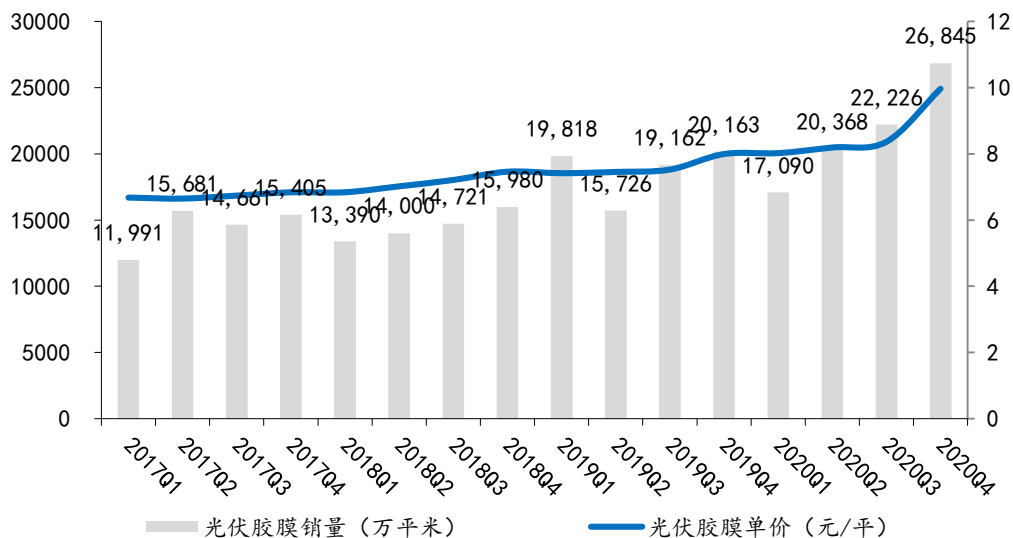
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 胶膜成本错期图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

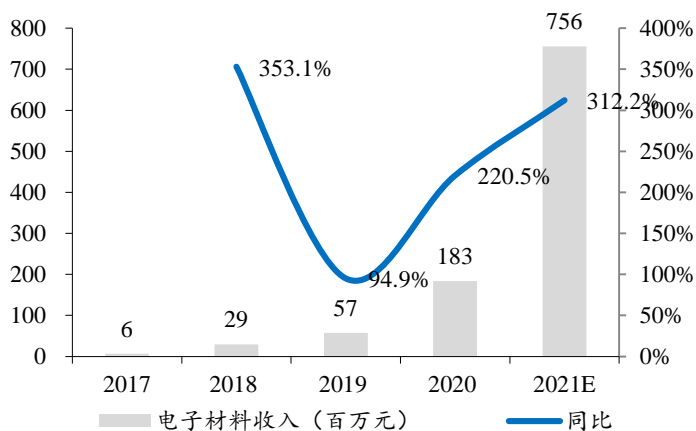
图 11: 光伏胶膜历年销量和单价



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

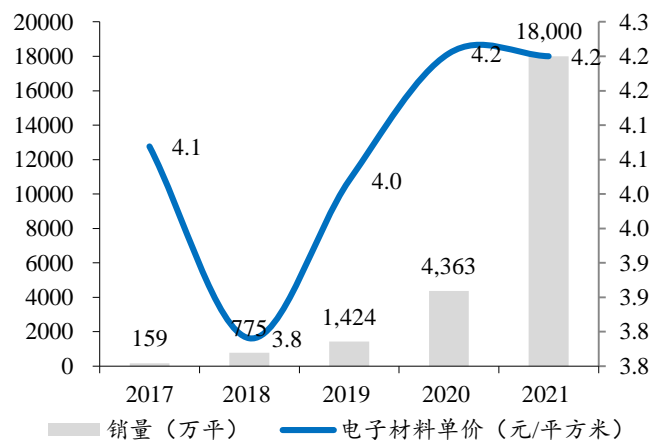
**感光干膜 20 年量利双升, 多个新产品储备:** 公司感光干膜近几年处于快速成长期, 20 年销售 4362.5 万平米, 同增 206.5%, 实现营业收入 1.8 亿元, 同增 220.5%。且感光干膜毛利率提升显著, 19 年毛利率仅 7.2%, 20H1 为 16.06%, 20H2 提升至 22.1%, 我们预计 21 年随着规模化效应&配套的碱溶性树脂投产&高端产品结构占比提升, 21 年毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台, 拓展新材料产品体系的战略实施, FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。

图 12: 2020 年电子材料收入 183.4 百万元, 同比+220.53%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 2020 年电子材料销量 4363 万平, 单价 4.20 元/平



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

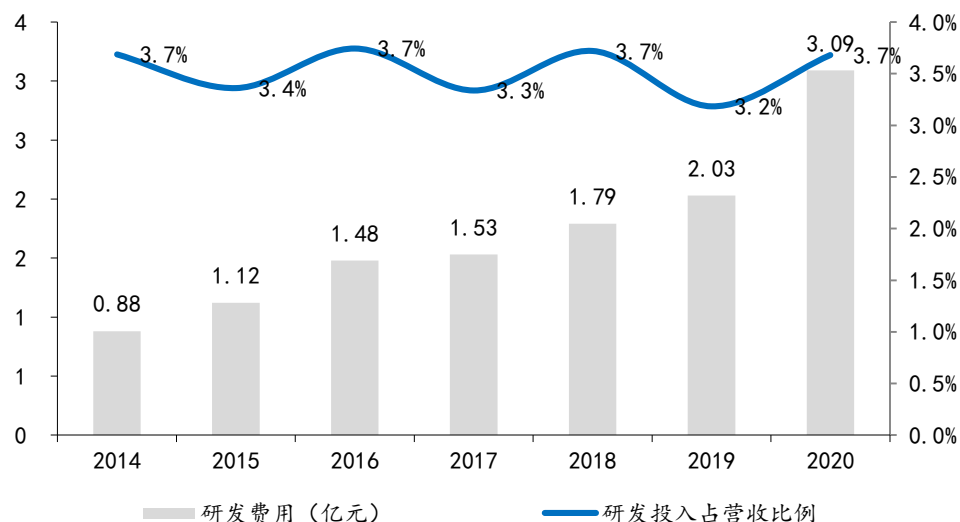
图 14: 福斯特核心产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**研发费用 3.09 亿元，费用率 3.68%，保持行业绝对领先：**公司注重研发，20 年研发费用 3.09 亿元，同比+52.35%，费用率 3.68%，同比+0.50pct，截至 2020 年末，公司技术人员 357 人，占总人数比例 14.14%，公司申请的发明和实用新型专利分别为 353 项和 76 项，其中授权有效的发明专利和实用新型专利分别为 121 项和 47 项。强大的研发平台及研发团队，有效保障公司长期具备技术优势，助力公司不断拓展横向业务。

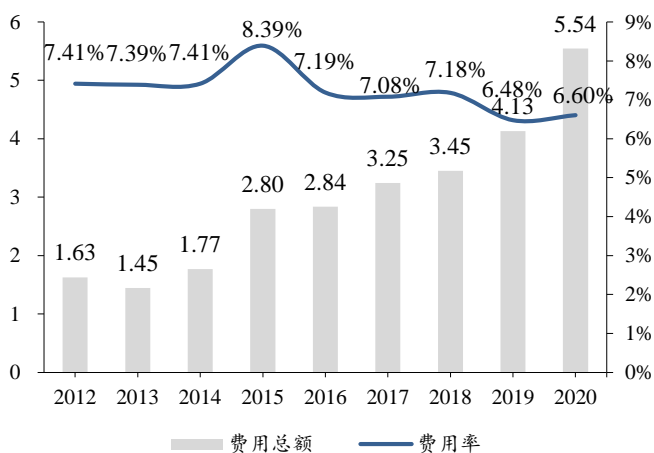
图 15: 福斯特历年研发费用和占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

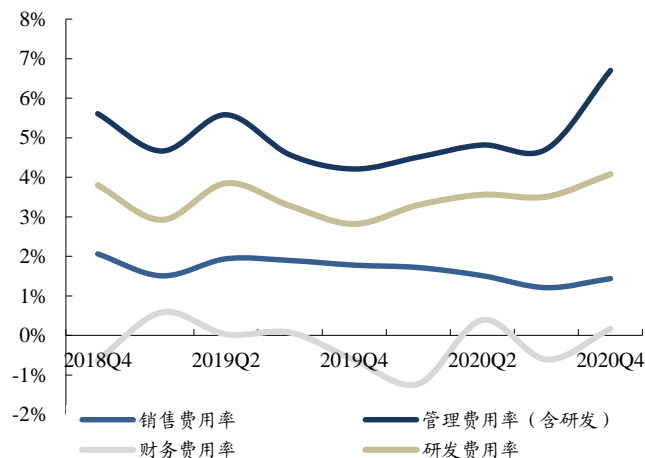
**三费控制能力稳定：**公司 2020 年费用同比增长 34.23%至 5.54 亿元，期间费用率上升 0.13 个百分点至 6.60%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 7.33%、上升 50.68%、上升 52.35%、下降 6908.08%至 1.21 亿元、4.53 亿元、3.09 亿元、-0.19 亿元；费用率分别下降 0.33、上升 0.68、上升 0.5、下降 0.23 个百分点至 1.44%、5.39%、3.68%、-0.23%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +32.18%/+160.35%/+137.09%/-142.87%，费用率分别为 1.43%/6.70%/4.08%/0.16%。

图 16: 2020 年期间费用 5.54 亿元，同比+34.23% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 17: Q4 期间费用率 8.30%，同比+2.93pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

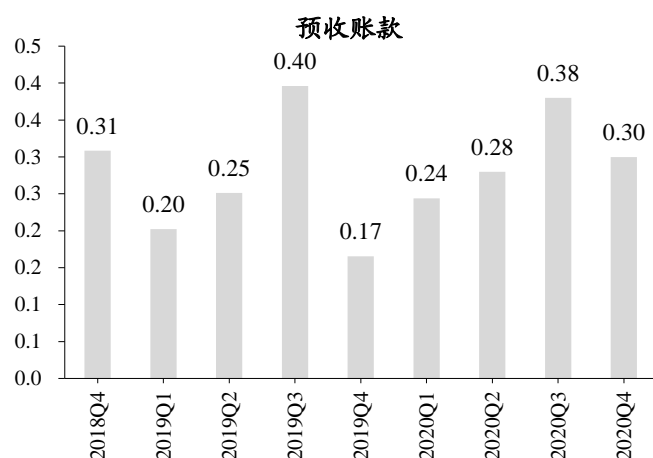
**现金流略降，计提减值作风谨慎：**2020 年经营活动现金流量净流入 2.72 亿元，同比下降 37.38%，主要原因在于本期购买商品、接受劳务支付的现金增加及上期有收到 P3 厂区搬迁费用补偿款所致，其中 Q4 经营活动现金流量净额-0.42 亿元；销售商品取得现金 57.94 亿元，同比增长 17.12%。期末预收款项 0.32 亿元，比年初增长 91.29%。期末应收账款 23.82 亿元，较期初增长 7.5 亿元，应收账款周转天数上升 7.88 天至 86.09 天。期末存货 9.74 亿元，较期初上升 0.65 亿元；存货周转天数下降 3.5 天至 56.37 天。公司 20 年计提约 0.59 亿减值损失，体现公司谨慎作风。

图 18: Q4 现金净流出-0.42 亿元，同比-116.17% (亿元)



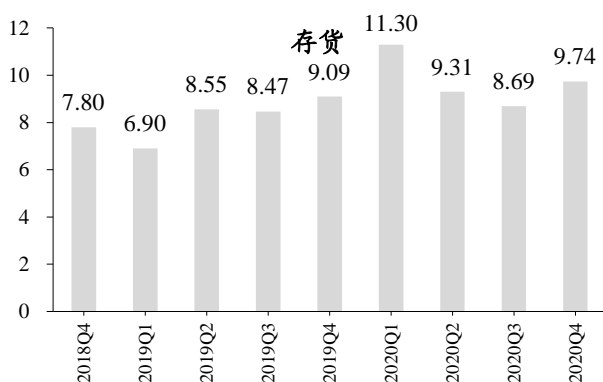
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 19: Q4 期末预收款项 0.32 亿元，同比+91.29% (亿元)



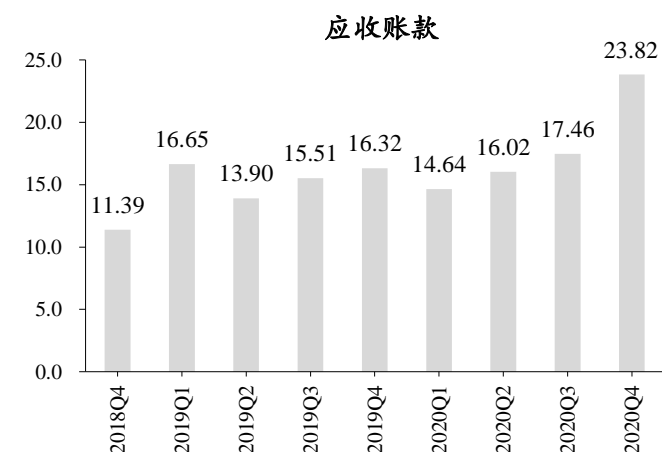
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 20: Q4 期末存货 9.74 亿元，较期初+0.65 亿元 (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

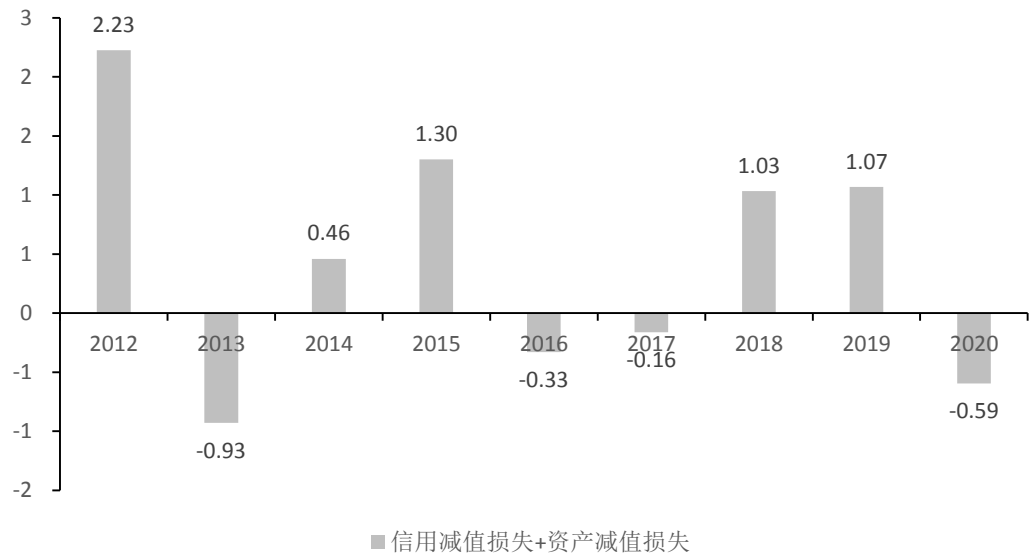
图 21: 期末应收账款 23.82 亿元，较期初+7.5 亿元 (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所



图 22: 公司 20 年计提约 0.59 亿减值损失 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 盈利预测与投资评级: 基于光伏行业景气度、公司龙头地位提升, 上调盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元 (前值 21 年为 17 亿), 同比增长 24.8%/29.7%/32.1%, 给予 2021 年 40 倍 PE, 目标价 101.6 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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>9317.9</b>	<b>13283.9</b>	<b>17006.7</b>	<b>21986.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>8393.1</b>	<b>13118.4</b>	<b>17434.1</b>	<b>23230.2</b>
现金	1676.8	1500.0	1500.0	1500.0	减:营业成本	6013.0	10158.9	13569.2	18026.4
应收账款	2609.2	4078.1	5419.7	7221.6	营业税金及附加	34.9	52.5	69.7	92.9
存货	973.7	1645.1	2197.4	2919.1	营业费用	121.1	170.5	217.9	278.8
其他流动资产	4058.2	6060.6	7889.5	10345.8	管理费用	149.3	533.8	671.6	891.8
<b>非流动资产</b>	<b>2226.9</b>	<b>2467.1</b>	<b>2688.2</b>	<b>2900.8</b>	财务费用	-19.4	58.3	142.4	238.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失				
固定资产	1799.5	2048.6	2278.8	2500.6	加:投资净收益	39.6	30.0	30.0	30.0
在建工程					其他收益	-344.4	79.1	130.1	131.1
无形资产	272.1	263.0	253.9	244.9	<b>营业利润</b>	<b>1789.5</b>	<b>2253.5</b>	<b>2923.3</b>	<b>3862.9</b>
其他非流动资产	155.4	155.4	155.4	155.4	加:营业外净收支	-7.8	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>11544.9</b>	<b>15750.9</b>	<b>19694.8</b>	<b>24887.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>1781.8</b>	<b>2253.5</b>	<b>2923.3</b>	<b>3862.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>1131.5</b>	<b>3949.4</b>	<b>6091.5</b>	<b>8902.6</b>	减:所得税费用	216.5	270.4	350.8	463.5
短期借款	0.0	2023.1	3524.4	5314.8	少数股东损益	0.3	29.7	38.6	51.0
应付账款	731.4	1391.6	1896.0	2568.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1565.0</b>	<b>1953.3</b>	<b>2533.9</b>	<b>3348.3</b>
其他流动负债	400.0	534.6	671.1	1019.6	EBIT	2080.5	2211.8	2914.7	3949.4
<b>非流动负债</b>	<b>1384.2</b>	<b>524.2</b>	<b>525.2</b>	<b>527.2</b>	EBITDA	2212.2	2315.8	3039.1	4094.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	1384.2	524.2	525.2	527.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2515.6</b>	<b>4473.5</b>	<b>6616.7</b>	<b>9429.7</b>	每股收益(元)	2.03	2.54	3.29	4.35
少数股东权益	4.4	25.2	52.2	87.9	每股净资产(元)	11.73	14.62	16.93	19.97
归属母公司股东权益	9024.8	11252.2	13025.9	15369.7	发行在外股份(百万股)	769.6	769.6	769.6	769.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>11544.9</b>	<b>15750.9</b>	<b>19694.8</b>	<b>24887.4</b>	ROIC(%)	22.0%	16.8%	17.2%	18.6%
					ROE(%)	17.3%	17.4%	19.5%	21.8%
					毛利率(%)	28.4%	22.6%	22.2%	22.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	18.6%	14.9%	14.5%	14.4%
经营活动现金流	272.3	-1229.3	-345.7	-378.5	资产负债率(%)	21.8%	28.4%	33.6%	37.9%
投资活动现金流	-1832.1	-384.7	-395.4	-407.3	收入增长率(%)	31.6%	56.3%	32.9%	33.2%
筹资活动现金流	1382.0	1437.1	741.1	785.9	净利润增长率(%)	63.5%	24.8%	29.7%	32.1%
现金净增加额	-200.0	-176.8	0.0	0.0	P/E	38.54	30.88	23.80	18.01
折旧和摊销	131.7	104.0	124.3	144.7	P/B	6.68	5.36	4.63	3.92
资本开支	-801.1	-384.7	-395.4	-407.3	EV/EBITDA	28.40	27.98	22.02	17.04
营运资本变动	-2594.8	-3407.5	-3081.0	-3957.2					

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>