

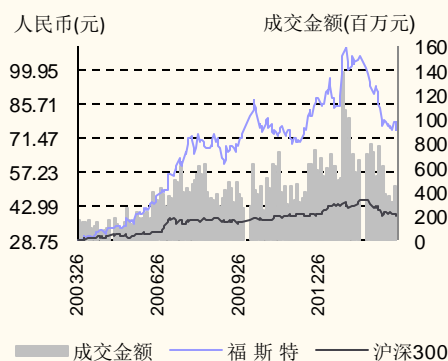
## 福斯特 (603806.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 78.38 元

## 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)	603.18
年内股价最高最低(元)	109.67/28.75
沪深 300 指数	4926
上证指数	3364



## 相关报告

- 1.《Q4 胶膜量价齐升，业绩环比大幅增长-福斯特 2020 年业绩预告...》，2021.1.21
- 2.《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
- 3.《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

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

## 胶膜龙头份额稳固，感光干膜盈利提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,378	8,393	11,414	14,387	16,905
营业收入增长率	32.6%	31.6%	36.0%	26.0%	17.5%
归母净利润 (百万元)	957	1,565	1,882	2,263	2,661
归母净利润增长率	27.39%	63.52%	20.28%	20.21%	17.60%
摊薄每股盈利 (元)	1.83	2.03	2.45	2.94	3.46
净资产收益率 (%)	14.67%	17.34%	17.82%	18.14%	17.99%
总股本 (百万股)	522.60	769.55	769.55	769.55	769.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 83.93 亿元，同比增长 32%，归母净利润 15.65 亿元，同比增长 64%，略超出业绩预告增速（业绩预告增速 61%）。20Q4 单季实现收入 29.24 亿元，环比增长 40%，归母净利润 6.94 亿元，环比增长 67%。

## 经营分析

- **Q4 胶膜量价齐升，单季毛利率创七年新高：**公司 2020 年胶膜实现收入 75.6 亿元，同比+33%，毛利率 29.04%，同比+8.5pct；全年胶膜销量 8.65 亿平，同比增长 15.6%，市占率约 55%~60%，较 2019 年略有提高。20Q4 单季度胶膜产量约 2.68 亿平，较 Q3 增加 3600 万平，不含税均价 9.96 元/平（同比+24.66%，环比+19.14%），综合毛利率提高至 35.44%（同比+13.4pct，环比+5.7pct），创 13Q4 以来新高。胶膜盈利大幅提升主要是因为 Q4 原材料 EVA 树脂价格大幅上涨（Q4 公司光伏树脂平均采购单价环比+24%），叠加国内光伏抢装、胶膜供给紧缺的影响，公司提高胶膜价格推动毛利率提升。
- **感光干膜量产导入，毛利率显著提升：**感光干膜实现营业收入 1.8 亿元，同比+220.53%，毛利率 19.62%，同比+12.4pct。实现销售 4362.53 万平米，同比+206.45%，中高端产品出货占比持续提升，已成功导入深南电路、深联科技（新增）、景旺电子、奥士康等国内大型 PCB 厂商。
- **上游涨价导致短期需求受到抑制，维持全年需求预期不变：**3 月初硅料、硅片价格超预期快速上涨，导致下游观望情绪渐浓，组件企业因成本压力排产环比有所下滑，我们预计产业链价格博弈的情况将在 Q2 逐渐明朗，可能的结果将会是上游高盈利环节让利降价/下游接受涨价，组件成本/价格重新回归平衡位置。考虑到国内存量平价项目必须在 2021 年底前并网才能享受 20 年电价不变和优先消纳的优惠政策、以及海外需求对组件价格敏感度较低，我们维持今年国内 50~60GW 和全球 160~170GW 的装机预期不变，预计全年装机将再次呈现前高后低的情况。

## 盈利调整与投资建议

- 根据最新年报微调公司 2021-2023E 净利润分别至 18.82、22.63、26.61 亿元，对应 EPS 分别为 2.4、2.9、3.5 元，当前股价对应 PE 分别为 32、27、23 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。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,810</b>	<b>6,378</b>	<b>8,393</b>	<b>11,414</b>	<b>14,387</b>	<b>16,905</b>	货币资金	494	1,881	1,677	2,344	2,438	3,075
增长率		32.6%	31.6%	36.0%	26.0%	17.5%	应收款项	2,773	3,074	4,183	5,477	6,904	8,682
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,864</b>	<b>-5,079</b>	<b>-6,013</b>	<b>-8,489</b>	<b>-10,909</b>	<b>-12,854</b>	存货	780	909	974	1,151	1,172	1,133
%销售收入	80.3%	79.6%	71.6%	74.4%	75.8%	76.0%	其他流动资产	967	880	2,485	1,625	1,643	1,674
<b>毛利</b>	<b>946</b>	<b>1,299</b>	<b>2,380</b>	<b>2,925</b>	<b>3,478</b>	<b>4,051</b>	流动资产	5,014	6,745	9,318	10,597	12,156	14,564
%销售收入	19.7%	20.4%	28.4%	25.6%	24.2%	24.0%	%总资产	77.7%	81.2%	80.7%	80.2%	79.9%	81.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-35</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>	<b>-59</b>	长期投资	14	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,167	1,290	1,799	2,182	2,620	2,757
<b>销售费用</b>	<b>-87</b>	<b>-113</b>	<b>-121</b>	<b>-148</b>	<b>-168</b>	<b>-186</b>	%总资产	18.1%	15.5%	15.6%	16.5%	17.2%	15.5%
%销售收入	1.8%	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	无形资产	200	217	274	282	290	298
<b>管理费用</b>	<b>-84</b>	<b>-98</b>	<b>-144</b>	<b>-183</b>	<b>-216</b>	<b>-237</b>	非流动资产	1,442	1,560	2,227	2,617	3,063	3,209
%销售收入	1.8%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	%总资产	22.3%	18.8%	19.3%	19.8%	20.1%	18.1%
<b>研发费用</b>	<b>-179</b>	<b>-203</b>	<b>-309</b>	<b>-411</b>	<b>-489</b>	<b>-558</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,215</b>	<b>15,220</b>	<b>17,772</b>
%销售收入	3.7%	3.2%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%	短期借款	15	20	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>576</b>	<b>864</b>	<b>1,771</b>	<b>2,143</b>	<b>2,554</b>	<b>3,012</b>	应付款项	722	759	775	964	999	1,176
%销售收入	12.0%	13.5%	21.1%	18.8%	17.8%	17.8%	其他流动负债	148	83	357	304	360	423
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	流动负债	885	862	1,131	1,268	1,359	1,599
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-103</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>-11.6</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	其他长期负债	15	914	1,384	1,383	1,383	1,383
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>900</b>	<b>1,776</b>	<b>2,516</b>	<b>2,651</b>	<b>2,742</b>	<b>2,982</b>
<b>投资收益</b>	<b>62</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,554</b>	<b>6,525</b>	<b>9,025</b>	<b>10,561</b>	<b>12,478</b>	<b>14,792</b>
%税前利润	7.2%	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%	其中：股本	523	523	770	770	770	770
<b>营业利润</b>	<b>858</b>	<b>1,094</b>	<b>1,790</b>	<b>2,195</b>	<b>2,608</b>	<b>3,066</b>	未分配利润	3,408	4,070	5,344	6,880	8,796	11,111
营业利润率	17.8%	17.2%	21.3%	19.2%	18.1%	18.1%	少数股东权益	2	4	4	3	0	-2
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,215</b>	<b>15,220</b>	<b>17,772</b>
<b>税前利润</b>	<b>856</b>	<b>1,092</b>	<b>1,782</b>	<b>2,185</b>	<b>2,598</b>	<b>3,056</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.8%	17.1%	21.2%	19.1%	18.1%	18.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-106</b>	<b>-137</b>	<b>-217</b>	<b>-304</b>	<b>-338</b>	<b>-397</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.4%	12.6%	12.2%	13.9%	13.0%	13.0%	每股收益	1.44	1.83	2.03	2.45	2.94	3.46
<b>净利润</b>	<b>750</b>	<b>955</b>	<b>1,565</b>	<b>1,881</b>	<b>2,260</b>	<b>2,659</b>	每股净资产	10.63	12.49	11.73	13.72	16.21	19.22
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	每股经营现金净流	0.32	1.05	0.27	1.00	1.03	1.82
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>751</b>	<b>957</b>	<b>1,565</b>	<b>1,882</b>	<b>2,263</b>	<b>2,661</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.45	0.45	0.45
净利率	15.6%	15.0%	18.6%	16.5%	15.7%	15.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.53%	14.67%	17.34%	17.82%	18.14%	17.99%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.64%	11.52%	13.56%	14.25%	14.87%	14.97%
净利润	750	955	1,565	1,881	2,260	2,659	投入资本收益率	9.06%	10.15%	14.98%	15.48%	16.06%	16.23%
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2	<b>增长率</b>						
非现金支出	196	116	130	179	224	268	主营业务收入增长率	4.90%	32.61%	31.59%	35.99%	26.04%	17.50%
非经营收益	-83	-71	-39	-15	-13	-2	EBIT增长率	-7.39%	50.02%	105.08%	20.99%	19.16%	17.92%
营运资金变动	-693	-454	-1,445	-1,274	-1,680	-1,528	净利润增长率	28.38%	27.39%	63.52%	20.28%	20.21%	17.60%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>170</b>	<b>546</b>	<b>211</b>	<b>771</b>	<b>792</b>	<b>1,397</b>	总资产增长率	13.19%	28.64%	39.01%	14.46%	15.17%	16.77%
资本开支	-195	-47	-355	-568	-668	-418	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	5	0	786	294	-7	应收账款周转天数	79.4	79.3	87.3	90.0	90.0	95.0
其他	346	22	-1,477	39	39	39	存货周转天数	59.5	60.7	57.1	50.0	40.0	33.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>151</b>	<b>-20</b>	<b>-1,832</b>	<b>257</b>	<b>-335</b>	<b>-386</b>	应付账款周转天数	56.2	48.1	43.2	38.0	30.0	30.0
股权募资	0	211	349	0	0	0	固定资产周转天数	84.2	62.0	71.0	58.1	55.9	52.7
债权募资	15	890	1,329	1	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-226	-206	-319	-363	-363	-373	净负债/股东权益	-8.63%	-25.25%	-9.12%	-14.15%	-12.78%	-15.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-211</b>	<b>896</b>	<b>1,360</b>	<b>-361</b>	<b>-363</b>	<b>-373</b>	EBIT利息保障倍数	-105.0	-3,112.4	-91.1	-557.7	-333.9	-6,439.2
<b>现金净流量</b>	<b>110</b>	<b>1,422</b>	<b>-261</b>	<b>667</b>	<b>94</b>	<b>638</b>	资产负债率	13.94%	21.38%	21.79%	20.06%	18.01%	16.78%

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	8	11	22	47
增持	0	3	6	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.27	1.35	1.37	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。

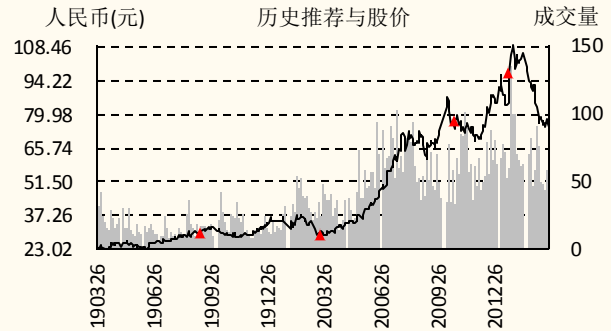
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2021-01-21	增持	88.93	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