

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

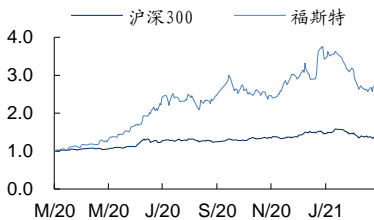
新能源

福斯特(603806)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 30 日

一年该股与沪深 300 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)	62,680/22,247
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12个月最高/最低(元)	110.58/33.47

相关研究报告:

《福斯特-603806-2020 年业绩预增点评: 胶膜量价齐升, 业绩大超预期》——2021-01-21
 《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: 021-60875172
 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, 电子材料发力

● 2020 年整体业绩超预期, 综合毛利率大幅增长

公司发布 20 年年报, 全年营收 83.93 亿元 (+31.59%), 归母净利润 15.65 亿元 (+63.52%), 业绩超预期。其中 20 年 Q4 营收 29.24 亿元 (+63.57%), 归母净利润 6.94 亿元 (+90.27%), 盈利逐季度提升。全年毛利率为 28.36% (同比+8.00pct), 净利率为 18.65% (+3.68pct), 受益于光伏产品量价齐升、电子材料业务增势迅猛, Q4 公司低价储备原材料大幅增加公司盈利水平, 公司综合毛利率增幅明显。

● 光伏胶膜量价齐升, 电子材料业绩亮眼

2020 年公司光伏胶膜营收 75.62 亿元 (+33%), 毛利率为 29.04% (+8.5pct), 销量 8.65 亿平 (+15.6%), Q4 公司光伏胶膜售价同比上涨 25%, 但 EVA 树脂采购价格仅上涨 0.3%, 低价存货优势显著; 电子材料营收 1.83 亿元 (+221%), 毛利率 19.6% (+12.4pct), 销量 0.44 亿平 (+206%), 主要系 20 年公司高解析感干膜、高感干膜等产品实现量产, 业务规模迅速扩张, 市场开拓取得成效。

● 产能加速布局, 长期增长动力强劲

公司光伏胶膜产能持续加码, 2020 年底公司 10.51 亿平, 同比增长 41%, 滁州 5 亿平胶膜已于 21 年进入规模化建设阶段, 有望持续贡献产能增长。公司在光伏胶膜行业常年市占率在 50% 左右, 中长期将充分受益于行业确定性高增速。公司迅速切入并打开感光干膜业务下游市场, 全面进军市场空间达百亿且国产化程度较低的优质赛道, 电子材料业绩增长突飞猛进, 有望成为公司业绩的又一增长动力。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 光伏需求波动; 投产进度不及预期。
● 投资建议: 看好公司成长性, 维持“增持”评级

基于当前上游原料成本大幅上涨, 售价端不易传导可能压缩胶膜盈利, 出于谨慎我们下调了 21-22 年预测, 预计 21-22 年归母净利润 16.4/21.7 亿元 (原预测 20.1/26.8 亿元), 同比增长 4.9%/32.4%, 新增 23 年盈利预测 27.8 亿元 (同比+28.0%), 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.13/2.83/3.61 元, 对应 PE 分别为 38/29/23 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

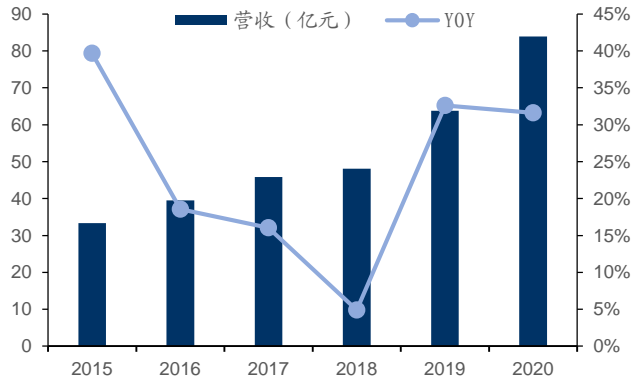
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,393	13,155	15,443	18,090
(+/-%)	31.6%	56.7%	17.4%	17.1%
净利润(百万元)	1565	1641	2174	2782
(+/-%)	63.5%	4.9%	32.4%	28.0%
摊薄每股收益(元)	2.03	2.13	2.82	3.61
EBIT Margin	24.8%	14.2%	15.6%	17.1%
净资产收益率(ROE)	17.3%	15.9%	18.0%	19.4%
市盈率(PE)	40.1	38.2	28.8	22.5
EV/EBITDA	29.5	32.7	25.6	20.3
市净率(PB)	6.9	6.1	5.2	4.4

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

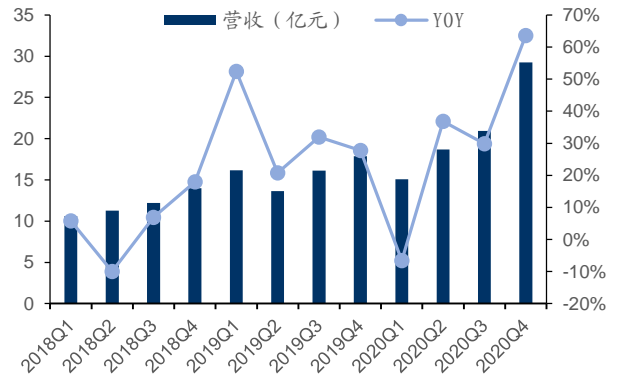
公司 2020 年实现营收 83.93 亿元(+31.6%), 归母净利润 15.65 亿元(+63.5%), 加权 ROE 为 20.92% (+4.68pct), 其中 Q4 营收 29.24 亿元(同比+63.57%、环比+39.7%), 归母净利润 6.94 亿元(同比+90.27%、环比+67.2%), 全年业绩超预期。20 年光伏胶膜量价齐升, 电子材料开始发力贡献显著业绩增量, 公司作为全球光伏胶膜绝对龙头, 业绩增长强劲。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



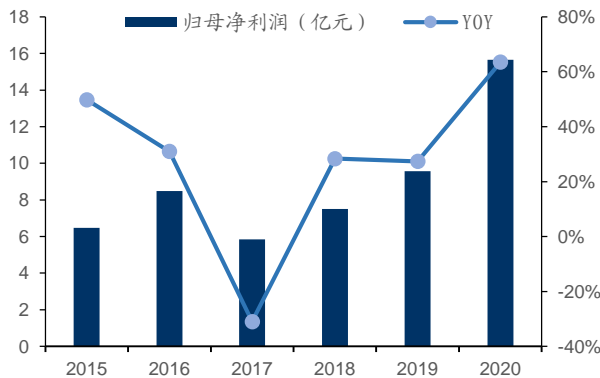
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



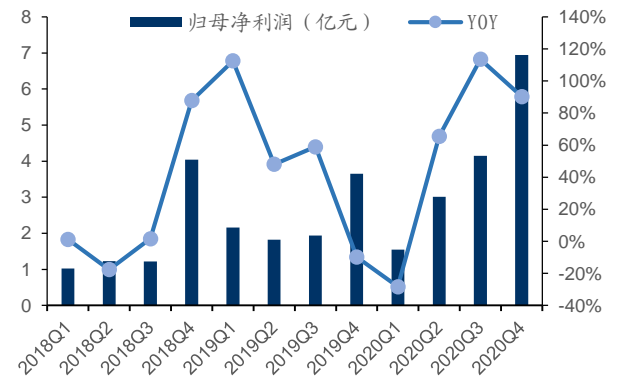
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

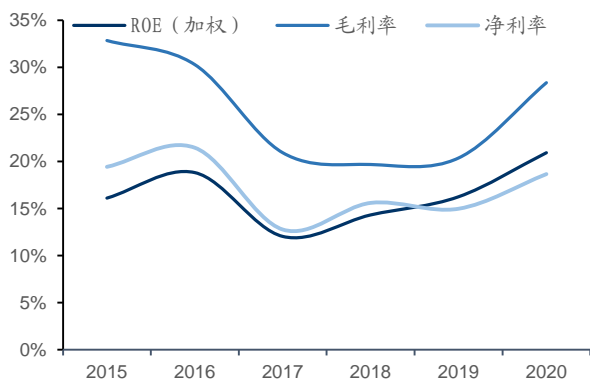


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 28.36% (+8.00pct), 净利率为 18.65% (+3.68pct), 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.4% (-0.3pct)、1.7% (+0.2pct)、3.7% (+0.5pct) 和 -0.2% (-0.2pct)。2020 年公司光伏胶膜销量激增, 叠加电子材料业务增势迅猛, 公司综合毛利率增幅明显。此公司主要原材料采购成本下降拉升毛利率水平, 光伏树脂采购单价同比下降 3.17%, PET 膜采购单价同比下降 13.95%。

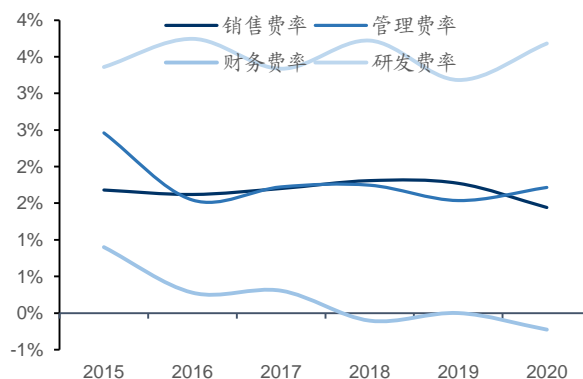
公司 20Q4 营收 29.24 亿元, 同比增加 63.57%, 归母净利润 6.94 亿元, 同比增加 90.27%, 盈利逐季度提升。Q3 光伏胶膜提价叠加原材料成本下降, 公司毛利率大幅提升, Q4 光伏胶膜量价齐升, 公司凭借低价原材料储备、产能扩张和产品结构优化, 盈利创下历史新高。2020 年 Q4 光伏胶膜上游 EVA 树脂价格大幅上涨, 公司在 Q3 的低价原材料储备将显著增加公司的盈利能力。2020 年公司每 10 股派发 4.5 元 (含税) 现金红利, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股, 共派发现金红利 3.46 亿元, 现金分红占比 22.13%, 符合预期。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



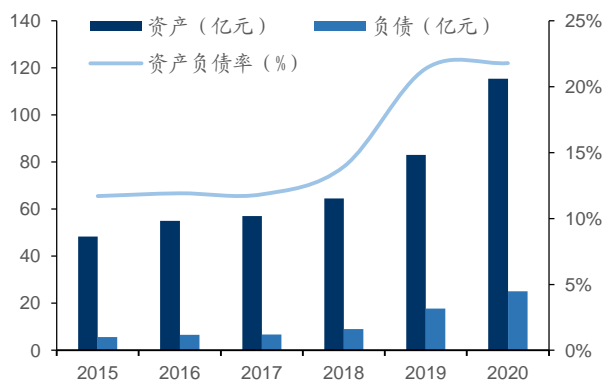
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司四费占比情况变化



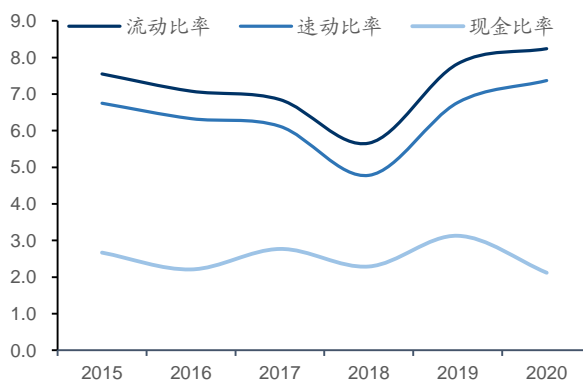
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化情况



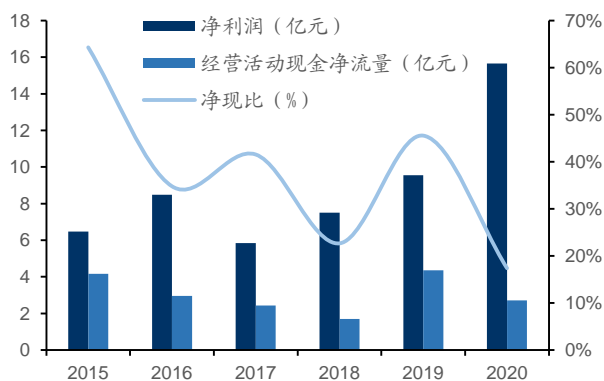
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司短期偿债指标变化



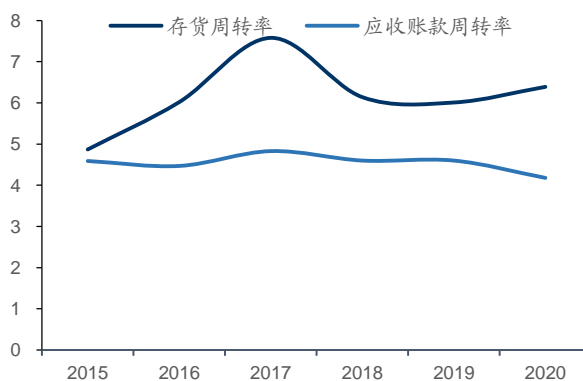
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司经营性现金流持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司存货和应收账款周转率情况



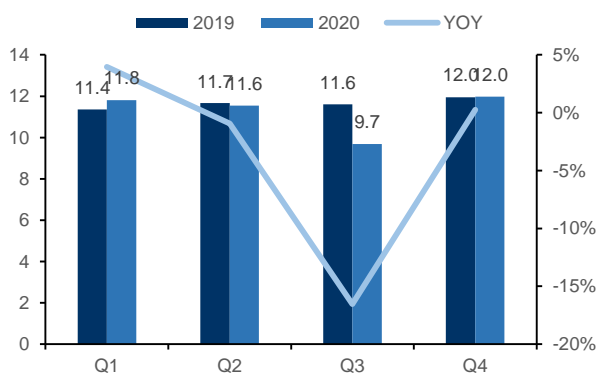
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分部收入方面：2020 年公司光伏胶膜营收 75.62 亿元，同比增加 33%，光伏胶膜毛利率为 29.04%，同比增加 8.5pct。光伏胶膜全年实现销量 8.65 亿平，同比增加 15.57%，产量 8.74 亿平，同比增加 16.50%。公司光伏胶膜产能 10.51 亿平，同比增加 41.07%，其中，滁州基地年产 5 亿平光伏胶膜项目、嘉兴年产 2.5 亿平米光伏胶膜项目、泰国基地光伏胶膜二期扩产项目均进展顺利，其中，杭州和滁州分别尚有 0.5 亿平和 5 亿平产能处于建设中。

2020 年公司光伏背板营收 5.58 亿元，同比增加 6%。光伏背板全年实现销量 0.57 亿平，同比增长 14.98%，产量 0.57 亿平，同比增长 12.26%。公司光伏背板产能成本增长，嘉兴年产 1.1 亿平米光伏背板项目已完成前期准备工作。

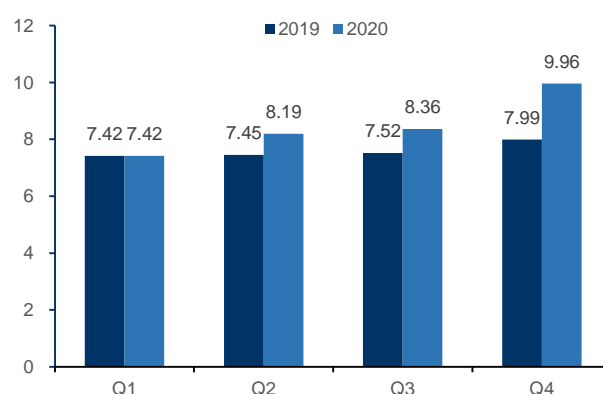
2020 年公司电子材料业绩亮眼。全年实现营收 1.83 亿元，同比大增 221%，毛利率 19.62%，同比大增 12.4pct。全年电子材料销量 0.44 亿平，同比增长 206.45%，产量 0.47 亿平，同比增长 211.36%。20 年公司高解析感干膜、高感干膜等产品实现量产，业务规模迅速扩张，市场开拓取得成效。

图 11：公司 EVA 胶膜逐季度采购价格（万元/吨）



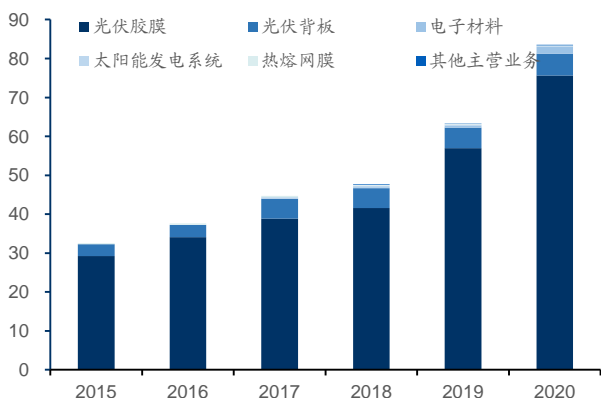
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司光伏胶膜逐季度销售均价（万元/吨）



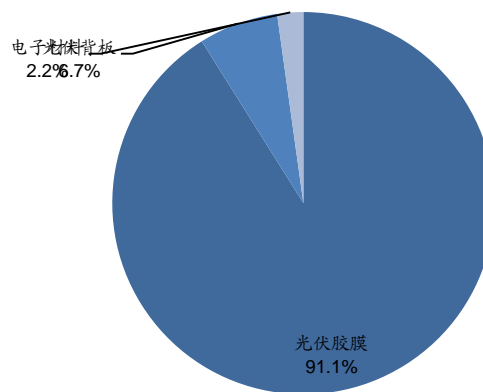
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：公司主营业务营收变化（亿元）

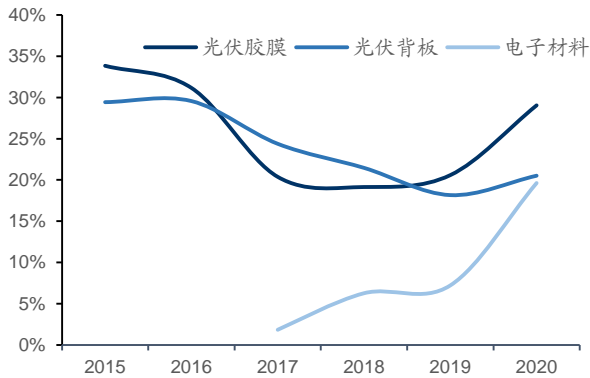


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

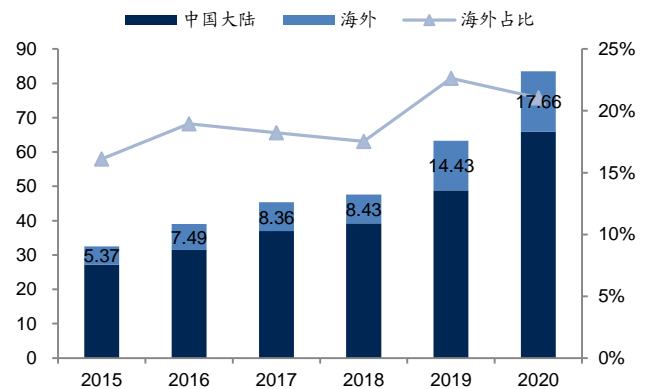
图 14：2020 年公司主营产品营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司主营产品毛利率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司海外营收变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司作为全球光伏胶膜绝对龙头，直接享受行业增长红利。根据中国光伏协会预测，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 330GW，对应光伏胶膜需求近 40 亿平，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。此外，公司光伏胶膜产能持续加码，规模优势突出，龙头地位有望持续巩固。

电子材料业务有望成为公司业绩新引擎。公司迅速切入并打开感光干膜业务下游市场，全面进军市场空间达百亿且国产化程度较低的优质赛道，电子材料业绩增长突飞猛进，有望成为公司业绩的又一增长极。此外，公司开展安吉基地 2 万吨/年丙烯酸树脂项目，积极布局产业链上游原材料，有效增强核心原材料品质稳定性和成本把控能力。

投资建议: 公司是全球光伏胶膜绝对龙头，中长期持续受益于行业成长，电子材料业绩处于打开市场空间的边际改善期，短期有效拉动公司业绩增长。基于当前上游原料成本大幅上涨可能压缩胶膜盈利，再加上光伏产业链降本趋势，基于谨慎原则，我们下调了公司 21-22 年盈利预测，预计 21-22 年归母净利润 16.4/21.7 亿元（原预测 20.1/26.8 亿元），同比增长 4.9%/32.4%，新增 23 年盈利预测 27.8 亿元（同比+28.0%），对应 21-23 年 EPS 分别为 2.13/2.83/3.61 元，对应 PE 分别为 38/29/23 倍，维持“增持”评级。

风险提示:

- (1) 市场快速扩张的同时行业竞争加剧的风险;
- (2) 全球光伏新增装机量不及预期的风险;
- (3) 公司扩产进度不及预期的风险。

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.03.29	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601012	隆基股份	80.20	3,033.26	2.25	3.04	3.75	35.6	26.4	21.4	未评级
600438	通威股份	31.33	1,441.85	1.03	1.24	1.52	30.4	25.3	20.6	增持
300274	阳光电源	65.20	966.10	1.36	2.08	2.84	48.1	31.3	22.9	买入
603806	福斯特	81.45	607.33	2.03	2.13	2.82	40.1	38.2	28.9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1677	6684	7458	8824	营业收入	8393	13155	15443	18090
应收款项	2609	2883	3385	3965	营业成本	6013	10562	12076	13865
存货净额	974	1897	2166	2487	营业税金及附加	35	53	62	72
其他流动资产	3557	658	772	905	销售费用	121	145	201	253
流动资产合计	9318	12621	14281	16680	管理费用	144	553	722	841
固定资产	1799	2145	2455	2558	财务费用	(19)	(70)	(122)	(132)
无形资产及其他	272	295	318	340	投资收益	40	0	0	0
投资性房地产	155	155	155	155	资产减值及公允价值变动	(0)	(53)	(40)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(350)	27	27	27
资产总计	11545	15216	17209	19734	营业利润	1790	1886	2492	3197
短期借款及交易性金融负债	0	20	20	20	营业外净收支	(8)	0	6	0
应付款项	731	1427	1630	1872	利润总额	1782	1886	2498	3197
其他流动负债	400	333	384	442	所得税费用	217	245	325	416
流动负债合计	1131	1780	2034	2334	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1355	3055	3055	3055	归属于母公司净利润	1565	1641	2174	2782
其他长期负债	29	39	39	39					
长期负债合计	1384	3094	3094	3094	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2516	4874	5128	5428	净利润	1565	1641	2174	2782
少数股东权益	4	4	4	4	资产减值准备	166	7	10	3
股东权益	9025	10338	12077	14302	折旧摊销	132	222	268	301
负债和股东权益总计	11545	15216	17209	19734	公允价值变动损失	0	53	40	20
					财务费用	(19)	(70)	(122)	(132)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2595)	2347	(622)	(731)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(166)	(7)	(10)	(3)
每股收益	2.03	2.13	2.82	3.61	经营活动现金流	(898)	4264	1859	2372
每股红利	0.37	0.43	0.56	0.72	资本开支	(801)	(650)	(650)	(450)
每股净资产	11.73	13.43	15.69	18.58	其它投资现金流	176	1	0	0
ROIC	22%	18%	25%	28%	投资活动现金流	(625)	(649)	(650)	(450)
ROE	17%	16%	18%	19%	权益性融资	349	0	0	0
毛利率	28%	20%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(287)	(328)	(435)	(556)
EBITDA Margin	26%	16%	17%	19%	其它融资现金流	1545	20	0	0
收入增长	32%	57%	17%	17%	融资活动现金流	1319	1392	(435)	(556)
净利润增长率	64%	5%	32%	28%	现金净变动	(204)	5007	774	1365
资产负债率	22%	32%	30%	28%	货币资金的期初余额	1881	1677	6684	7458
息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期末余额	1677	6684	7458	8824
P/E	40.1	38.2	28.8	22.5	企业自由现金流	(1436)	3546	1092	1805
P/B	6.9	6.06	5.2	4.4	权益自由现金流	108	3627	1199	1919
EV/EBITDA	29.5	32.7	25.6	20.3					

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