

## 福斯特 (603806.SH) 增持 (维持评级)

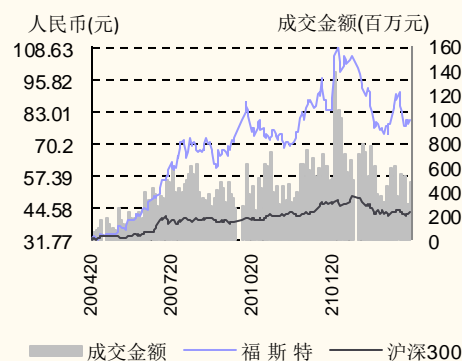
公司点评

市场价格 (人民币): 79.99 元

## 上游涨价推高成本, Q1 业绩符合预期

## 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)	615.56
年内股价最高最低(元)	109.67/31.77
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478



## 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

- 4月19日, 公司发布2021年一季报, 2021年一季度实现收入28.14亿元, 同比增长86.5%, 环比下降3.8%; 净利润4.95亿元, 同比增长219.7%, 环比下降28.7%; 毛利率28.97%, 同比增加7.1pct, 环比减少6.5pct。公司业绩符合我们预期。

## 经营分析

- Q1 树脂价格持续上涨拖累公司毛利率:** 2021年一季度公司光伏胶膜实现收入25.6亿元(同比+86.8%, 环比-4%), 销量2.2亿平(同比+30%, 环比-17%), 不含税均价11.55元/平(同比+44%, 环比+16%)。一季度上游化工原材料价格延续去年底的上漲行情, 公司EVA树脂Q1采购均价15万元/吨(不含税), 同比+27%, 环比+26%, 进一步推高胶膜生产成本, 导致公司Q1毛利率环比出现下滑。
- 全年EVA树脂供需紧张, 公司加大原材料备货力度应对:** 截至3月底, 公司存货13.57亿元, 较期初增长39%, 预付款项2.83亿元, 较期初增长119%, 主要为原材料备库和预付材料款增加所致。疫情后全球经济加速恢复+上游供需环节的错配, 导致今年EVA树脂、钛白粉等胶膜原材料供给十分紧张, 价格呈现一路上扬的态势。年初至今EVA树脂价格从1.6万元/吨上涨至2.1万元/吨, 涨幅超过30%, 目前仍在2-2.1万元/吨的高位附近波动。从国内EVA树脂产能的建设情况来看, 我们预计今年下半年光伏级EVA树脂的供给仍然难有较大改善。公司凭借良好的现金流(期末货币资金16.6亿元), 在Q1加大了原材料备货力度, 以保证后续供货的稳定性。
- 扩产项目进展顺利, 预计年内将逐步转固:** 截至3月底, 在建工程3.52亿元, 较期初增长112%, 主要为滁州年产5亿平方米光伏胶膜项目, 目前该扩产项目进展顺利, 预计将于今年内逐步投产转固, 到年底公司胶膜产能将达到13-14亿平。
- 能源局公开征求意见, 需求有望加快启动:** 今日国家能源局对2021年风光项目建设有关事项公开征求意见。新版意见稿措辞更为紧迫, 明确提出要“加快推进”(此前为“积极推进”)存量项目建设, 作为全年国内需求的风向标, 征求意见稿的出台有望加快国内需求启动, 提振行业信心。

## 盈利调整与投资建议

- 维持公司2021-2023E净利润预测分别为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; 原材料价格上涨超预期。

## 相关报告

- 《胶膜龙头份额稳固, 感光干膜盈利提升-福斯特2020年年报点评...》, 2021.3.26
- 《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
- 《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
- 《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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,810	6,378	8,393	11,414	14,387	16,905
增长率		32.6%	31.6%	36.0%	26.0%	17.5%
主营业务成本	-3,864	-5,079	-6,013	-8,489	-10,909	-12,854
%销售收入	80.3%	79.6%	71.6%	74.4%	75.8%	76.0%
毛利	946	1,299	2,380	2,925	3,478	4,051
%销售收入	19.7%	20.4%	28.4%	25.6%	24.2%	24.0%
营业税金及附加	-19	-22	-35	-40	-50	-59
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-87	-113	-121	-148	-168	-186
%销售收入	1.8%	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
管理费用	-84	-98	-144	-183	-216	-237
%销售收入	1.8%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
研发费用	-179	-203	-309	-411	-489	-558
%销售收入	3.7%	3.2%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	576	864	1,771	2,143	2,554	3,012
%销售收入	12.0%	13.5%	21.1%	18.8%	17.8%	17.8%
财务费用	5	0	19	4	8	0
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-103	-5	2	-11.6	-12	-5
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	62	27	40	39	39	39
%税前利润	7.2%	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%
营业利润	858	1,094	1,790	2,195	2,608	3,066
营业利润率	17.8%	17.2%	21.3%	19.2%	18.1%	18.1%
营业外收支	-3	-2	-8	-10	-10	-10
税前利润	856	1,092	1,782	2,185	2,598	3,056
利润率	17.8%	17.1%	21.2%	19.1%	18.1%	18.1%
所得税	-106	-137	-217	-304	-338	-397
所得税率	12.4%	12.6%	12.2%	13.9%	13.0%	13.0%
净利润	750	955	1,565	1,881	2,260	2,659
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	751	957	1,565	1,882	2,263	2,661
净利率	15.6%	15.0%	18.6%	16.5%	15.7%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	750	955	1,565	1,881	2,260	2,659
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2
非现金支出	196	116	130	179	224	268
非经营收益	-83	-71	-39	-15	-13	-2
营运资金变动	-693	-454	-1,445	-1,274	-1,680	-1,528
经营活动现金净流	170	546	211	771	792	1,397
资本开支	-195	-47	-355	-568	-668	-418
投资	0	5	0	786	294	-7
其他	346	22	-1,477	39	39	39
投资活动现金净流	151	-20	-1,832	257	-335	-386
股权募资	0	211	349	0	0	0
债权募资	15	890	1,329	1	0	0
其他	-226	-206	-319	-363	-363	-373
筹资活动现金净流	-211	896	1,360	-361	-363	-373
现金净流量	110	1,422	-261	667	94	638

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	494	1,881	1,677	2,344	2,438	3,075
应收款项	2,773	3,074	4,183	5,477	6,904	8,682
存货	780	909	974	1,151	1,172	1,133
其他流动资产	967	880	2,485	1,625	1,643	1,674
流动资产	5,014	6,745	9,318	10,597	12,156	14,564
%总资产	77.7%	81.2%	80.7%	80.2%	79.9%	81.9%
长期投资	14	0	0	0	0	0
固定资产	1,167	1,290	1,799	2,182	2,620	2,757
%总资产	18.1%	15.5%	15.6%	16.5%	17.2%	15.5%
无形资产	200	217	274	282	290	298
非流动资产	1,442	1,560	2,227	2,617	3,063	3,209
%总资产	22.3%	18.8%	19.3%	19.8%	20.1%	18.1%
资产总计	6,456	8,305	11,545	13,215	15,220	17,772
短期借款	15	20	0	0	0	0
应付款项	722	759	775	964	999	1,176
其他流动负债	148	83	357	304	360	423
流动负债	885	862	1,131	1,268	1,359	1,599
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	914	1,384	1,383	1,383	1,383
负债	900	1,776	2,516	2,651	2,742	2,982
普通股股东权益	5,554	6,525	9,025	10,561	12,478	14,792
其中：股本	523	523	770	770	770	770
未分配利润	3,408	4,070	5,344	6,880	8,796	11,111
少数股东权益	2	4	4	3	0	-2
负债股东权益合计	6,456	8,305	11,545	13,215	15,220	17,772

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.44	1.83	2.03	2.45	2.94	3.46
每股净资产	10.63	12.49	11.73	13.72	16.21	19.22
每股经营现金净流	0.32	1.05	0.27	1.00	1.03	1.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.45	0.45	0.45
回报率						
净资产收益率	13.53%	14.67%	17.34%	17.82%	18.14%	17.99%
总资产收益率	11.64%	11.52%	13.56%	14.25%	14.87%	14.97%
投入资本收益率	9.06%	10.15%	14.98%	15.48%	16.06%	16.23%
增长率						
主营业务收入增长率	4.90%	32.61%	31.59%	35.99%	26.04%	17.50%
EBIT增长率	-7.39%	50.02%	105.08%	20.99%	19.16%	17.92%
净利润增长率	28.38%	27.39%	63.52%	20.28%	20.21%	17.60%
总资产增长率	13.19%	28.64%	39.01%	14.46%	15.17%	16.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.4	79.3	87.3	90.0	90.0	95.0
存货周转天数	59.5	60.7	57.1	50.0	40.0	33.0
应付账款周转天数	56.2	48.1	43.2	38.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	84.2	62.0	71.0	58.1	55.9	52.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.63%	-25.25%	-9.12%	-14.15%	-12.78%	-15.14%
EBIT利息保障倍数	-105.0	-3,112.4	-91.1	-557.7	-333.9	-6,439.2
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	18	27	36	64
增持	1	8	11	19	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.31	1.29	1.35	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。

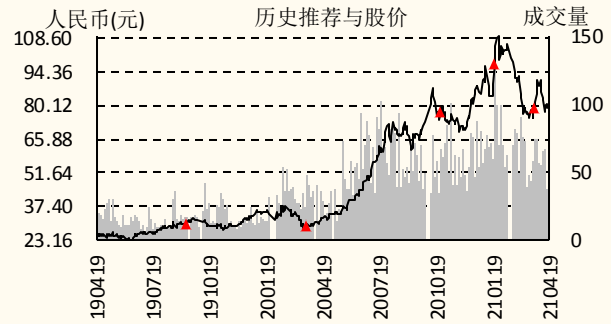
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2021-03-26	增持	78.38	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