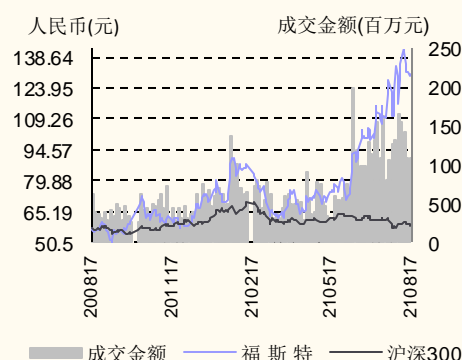


市场价格 (人民币): 130.90 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.51
已上市流通 A 股(亿股)	9.51
总市值(亿元)	1,244.99
年内股价最高最低(元)	142.80/50.50
沪深 300 指数	4837
上证指数	3447



## 相关报告

- 1.《上游涨价推高成本, Q1 业绩符合预期-福斯特 2021 年一季报...》, 2021.4.19
- 2.《胶膜龙头份额稳固, 感光干膜盈利提升-福斯特 2020 年年报点...》, 2021.3.26
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

## 中报业绩符合预期, 短期成本优势有望放大

## 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	13,141	16,194	18,558
营业收入增长率	32.6%	31.6%	56.6%	23.2%	14.6%
归母净利润 (百万元)	957	1,565	1,836	2,298	2,694
归母净利润增长率	27.4%	63.5%	17.3%	25.2%	17.2%
摊薄每股盈利 (元)	1.83	2.03	1.93	2.42	2.83
每股经营性现金流净额	1.05	0.27	-0.19	1.04	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.67%	17.34%	17.46%	18.44%	18.19%
P/E	-	-	67.82	54.17	46.21
P/B	-	-	9.58	8.08	6.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 8月17日, 公司发布2021年半年报, 2021年上半年实现收入57.2亿元, 同比增长69%, 净利润9亿元, 同比增长98%; 其中Q2单季度实现收入29亿元, 同比增长55%, 净利润4.1亿元, 同比增长36%, 符合预期。

## 经营分析

- Q2 胶膜市占率小幅提升, 原材料涨价拖累毛利率:** 虽然二季度因原材料涨价导致组件开工率略不及预期, 但公司凭借强大的产品、成本优势, Q2 单季胶膜出货仍达到 2.4 亿平, 环比增长 8%, 市占率小幅提升至 60% 以上。二季度 EVA 粒子均价较一季度上涨约 7%~10%, 导致公司毛利率环比下降 7.4pct 至 21.6%, 测算单平净利约 1.5 元/平, 环比降低 30%, 但仍处于历史较好水平。
- 胶膜产能持续扩张, 巩固行业龙头地位:** 公司上半年新增 1.5 亿平胶膜产能, 预计下半年将再投产 1.5~2.5 亿平, 到年底公司胶膜产能将达到 13.5~14.5 亿平, 同比增长 28.6%~38.1%, 对应可满足约 135~145GW 组件生产需求, 持续巩固全球龙头地位。
- 感光干膜出货高速增长, 目标 3~5 年内成为全球头部企业:** 上半年感光干膜出货 4547 万平 (同比+211%), 超过 2020 年全年。同时公司计划在广东江门扩产 4.2 亿平感光干膜和 2.4 万吨碱溶性树脂项目, 有望提升在电子材料领域的竞争力和盈利能力, 推动实现 3~5 年内成为全球感光干膜产品头部供应商的发展目标。
- 下半年 EVA 粒子供需持续偏紧, 公司成本优势有望放大:** 下半年随着光伏需求旺季到来, EVA 装置转产光伏料比例提升, 导致近期电缆级 EVA 料报价连续调涨。虽然短期光伏料价格维持稳定, 但考虑到年底前几无新增 EVA 光伏料稳定供给, 而需求仍在环比持续增长, 预计今年内 EVA 光伏料供需将持续偏紧, 价格大概率将迎来新一轮上涨, 公司通过出色的供应链管理能力和成本管控能力, 有望进一步放大成本优势。

## 盈利调整与投资建议

- 根据我们对公司未来产品和原材料价格的判断, 小幅调整 2021-2023E 净利润预测分别为 18.4、23.0、26.9 亿元, 对应 EPS 分别为 1.93、2.42、2.83 元, 当前股价对应 PE 分别为 68、54、46 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。

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>13,141</b>	<b>16,194</b>	<b>18,558</b>	货币资金	494	1,881	1,677	1,430	1,541	2,261
增长率		32.6%	31.6%	56.6%	23.2%	14.6%	应收款项	2,773	3,074	4,183	6,306	7,771	9,531
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,864</b>	<b>-5,079</b>	<b>-6,013</b>	<b>-10,171</b>	<b>-12,555</b>	<b>-14,364</b>	存货	780	909	974	1,379	1,348	1,266
%销售收入	80.3%	79.6%	71.6%	77.4%	77.5%	77.4%	其他流动资产	967	880	2,485	1,649	1,663	1,692
<b>毛利</b>	<b>946</b>	<b>1,299</b>	<b>2,380</b>	<b>2,969</b>	<b>3,638</b>	<b>4,194</b>	流动资产	5,014	6,745	9,318	10,764	12,323	14,750
%销售收入	19.7%	20.4%	28.4%	22.6%	22.5%	22.6%	%总资产	77.7%	81.2%	80.7%	80.4%	80.1%	82.1%
营业税金及附加	-19	-22	-35	-46	-57	-65	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
销售费用	-87	-113	-121	-171	-189	-204	%总资产	18.1%	15.5%	15.6%	16.3%	17.0%	15.4%
%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
管理费用	-84	-98	-144	-223	-243	-260	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%	1.7%	1.5%	1.4%	%总资产	22.3%	18.8%	19.3%	19.6%	19.9%	17.9%
研发费用	-179	-203	-309	-447	-551	-612	<b>资产总计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,381</b>	<b>15,387</b>	<b>17,958</b>
%销售收入	3.7%	3.2%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%	短期借款	15	20	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	576	864	1,771	2,082	2,599	3,052	应付款项	722	759	775	1,153	1,148	1,313
%销售收入	12.0%	13.5%	21.1%	15.8%	16.0%	16.4%	其他流动负债	148	83	357	328	389	450
财务费用	5	0	19	-1	-1	-8	流动负债	885	862	1,131	1,481	1,538	1,763
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-103	-5	2	-14	-14	-5	其他长期负债	15	914	1,384	1,383	1,383	1,383
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0	<b>负债</b>	<b>900</b>	<b>1,776</b>	<b>2,516</b>	<b>2,864</b>	<b>2,920</b>	<b>3,146</b>
投资收益	62	27	40	40	40	40	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,554</b>	<b>6,525</b>	<b>9,025</b>	<b>10,514</b>	<b>12,466</b>	<b>14,814</b>
%税前利润	7.2%	2.5%	2.2%	1.9%	1.5%	1.3%	其中：股本	523	523	770	770	770	770
营业利润	858	1,094	1,790	2,138	2,644	3,099	未分配利润	3,408	4,070	5,344	6,833	8,785	11,133
营业利润率	17.8%	17.2%	21.3%	16.3%	16.3%	16.7%	少数股东权益	2	4	4	3	0	-2
营业外收支	-3	-2	-8	-5	-5	-5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,381</b>	<b>15,387</b>	<b>17,958</b>
税前利润	<b>856</b>	<b>1,092</b>	<b>1,782</b>	<b>2,133</b>	<b>2,639</b>	<b>3,094</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.8%	17.1%	21.2%	16.2%	16.3%	16.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-106	-137	-217	-299	-343	-402	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.4%	12.6%	12.2%	14.0%	13.0%	13.0%	每股收益	1.44	1.83	2.03	1.93	2.42	2.83
净利润	750	955	1,565	1,834	2,296	2,692	每股净资产	10.63	12.49	11.73	13.66	16.20	19.25
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.32	1.05	0.27	-0.19	1.04	1.91
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>751</b>	<b>957</b>	<b>1,565</b>	<b>1,836</b>	<b>2,298</b>	<b>2,694</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%	14.0%	14.2%	14.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.53%	14.67%	17.34%	17.46%	18.44%	18.19%
净利润	750	955	1,565	1,834	2,296	2,692	总资产收益率	11.64%	11.52%	13.56%	13.72%	14.94%	15.00%
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2	投入资本收益率	9.06%	10.15%	14.98%	15.08%	16.36%	16.43%
非现金支出	196	116	130	182	225	268	<b>增长率</b>						
非经营收益	-83	-71	-39	-21	-19	-8	主营业务收入增长率	4.90%	32.61%	31.59%	56.56%	23.23%	14.60%
营运资金变动	-693	-454	-1,445	-2,143	-1,699	-1,479	EBIT增长率	-7.39%	50.02%	105.08%	17.55%	24.80%	17.45%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>170</b>	<b>546</b>	<b>211</b>	<b>-149</b>	<b>803</b>	<b>1,473</b>	净利润增长率	28.38%	27.39%	63.52%	17.30%	25.20%	17.24%
资本开支	-195	-47	-355	-563	-663	-413	总资产增长率	13.19%	28.64%	39.01%	15.90%	14.99%	16.71%
投资	0	5	0	786	294	-7	<b>资产管理能力</b>						
其他	346	22	-1,477	40	40	40	应收账款周转天数	79.4	79.3	87.3	90.0	90.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>151</b>	<b>-20</b>	<b>-1,832</b>	<b>263</b>	<b>-329</b>	<b>-380</b>	存货周转天数	59.5	60.7	57.1	50.0	40.0	33.0
股权募资	0	211	349	0	0	0	应付账款周转天数	56.2	48.1	43.2	38.0	30.0	30.0
债权募资	15	890	1,329	1	0	0	固定资产周转天数	84.2	62.0	71.0	50.4	49.7	48.0
其他	-226	-206	-319	-363	-363	-373	<b>偿债能力</b>						
<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>	净负债/股东权益	-8.63%	-25.25%	-9.12%	-5.53%	-5.60%	-9.62%
<b>现金净流量</b>	<b>110</b>	<b>1,422</b>	<b>-261</b>	<b>-247</b>	<b>111</b>	<b>720</b>	EBIT利息保障倍数	-105.0	-3,112.4	-91.1	2,870.3	1,852.5	377.5
							资产负债率	13.94%	21.38%	21.79%	21.40%	18.98%	17.52%

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	1	5	14	24	76
增持	1	4	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.44	1.33	1.31	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。

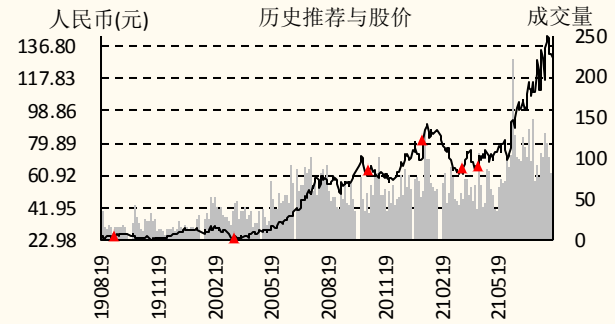
最终评分与平均投资建议对照：

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
7	2021-04-19	增持	78.80	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