

# 福斯特 (603806.SH)

## 胶膜景气有望回升，新材料业务积极推进

### 核心观点：

- 公司公布 2021 年中报,实现营收 57.16 亿元,同比+69.3%,归母净利润 9.04 亿元,同比+98.1%; 二季度营收 29.01 亿元,同比+55.4%,环比+3.1%,归母净利润 4.09 亿元,同比+35.6%,环比-17.5%,业绩符合预期。
- 胶膜出货稳步提升，价格波动及原材料涨价导致二季度盈利承压。上半年胶膜营收 52.32 亿元，同比+69%，毛利率 25.33%，同比+4.48pct，销售 4.61 亿平，同比+23%，均价 11.35 元/平，同比+40%；背板营收 3.23 亿元，同比+27%，销售 3137 万平，同比+26%，毛利率 13.7%，同比-7.64pct。二季度胶膜营收 26.72 亿元，销售 2.39 亿平，环比+8%，均价 11.16 元/平，环比-3%；二季度综合毛利率 21.58%，环比-7.39pct，主要受胶膜业务影响，胶膜毛利率收缩主要因原材料成本上涨以及下游组件开工率下滑使得胶膜需求和胶膜价格下降。
- 旺季来临有望带动胶膜景气回升，产能扩张巩固龙头地位。光伏行业经过 5-6 月需求低点,8 月下游开工明显好转,装机旺季将至有望带动胶膜景气回升。公司胶膜全球市占率超 50%,上半年胶膜产能新增 1.5 亿平至 12 亿平,预计 21 年底将达 13.5 亿平以上。根据公司 20 年报扩产计划,未来 3 年将扩大胶膜产能至 18 亿平以上,全球龙头地位进一步稳固。
- 感光干膜高速增长，积极推进新材料业务。上半年电子材料营收 3.16 亿元，同比+317%，感光干膜销售 4547 万平，同比+211%，均价 6.95 元/平，同比+34%，毛利率 11.06%，同比-5pct。公司积极筹建江门年产 4.2 亿平感光干膜及配套年产 2.4 万吨碱溶性树脂项目，目标 3~5 年内成为全球头部感光干膜厂商，同时大力推动 FCCL/感光覆盖膜/铝塑膜/水处理膜支撑材料等新产品的量产及销售，持续创造业绩增长点。
- 预计 21-23 年业绩为 18.59/24.25/32.47 亿元，给予 22 年业绩 55XPE，对应合理价值 140.22 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。需求不及预期，产业链价格大幅波动风险等。

### 盈利预测：

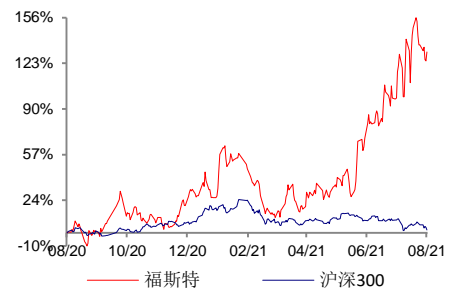
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,378	8,393	12,469	16,324	21,503
增长率 (%)	32.6	31.6	48.6	30.9	31.7
EBITDA (百万元)	975	1,903	2,268	2,925	3,855
归母净利润 (百万元)	957	1,565	1,859	2,425	3,247
增长率 (%)	27.4	63.5	18.8	30.4	33.9
EPS (元/股)	1.83	2.03	1.95	2.55	3.41
市盈率 (P/E)	26.54	41.99	65.96	50.57	37.76
ROE (%)	14.7	17.3	16.8	18.0	19.4
EV/EBITDA	25.04	34.36	53.82	41.48	31.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	128.92 元
合理价值	140.22 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-22

### 相对市场表现



分析师：陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：李蒙



SAC 执证号：S0260519080007



010-59136706



gflimeng@gf.com.cn

分析师：纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



ji Chengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤、李蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 福斯特 (603806.SH) :量价 2021-03-26
- 齐升高增长，优势巩固迈向新材料平台
- 福斯特 (603806.SH) :胶膜 2020-10-28
- 量价齐升助力业绩大幅增长

请务必阅读末页的免责声明

## 一、胶膜景气有望回升，新材料业务积极推进

公司公布2021年中报,实现营收57.16亿元,同比+69.3%,归母净利润9.04亿元,同比+98.1%;二季度营收29.01亿元,同比+55.4%,环比+3.1%,归母净利润4.09亿元,同比+35.6%,环比-17.5%,业绩符合预期。

**胶膜出货稳步提升，价格波动及原材料涨价导致二季度盈利承压。**上半年胶膜营收52.32亿元，同比+69%，毛利率25.33%，同比+4.48pct，销售4.61亿平，同比+23%，均价11.35元/平，同比+40%；背板营收3.23亿元，同比+27%，销售3137万平，同比+26%，毛利率13.7%，同比-7.64pct。二季度胶膜营收26.72亿元，销售2.39亿平，环比+8%，均价11.16元/平，环比-3%；二季度综合毛利率21.58%，环比-7.39pct，主要受胶膜业务影响，胶膜毛利率收缩主要因原材料成本上涨以及下游组件开工率下滑使得胶膜需求和胶膜价格下降。

**旺季来临有望带动胶膜景气回升，产能扩张巩固龙头地位。**光伏行业经过5-6月需求低点，8月下游开工明显好转,装机旺季将至有望带动胶膜景气回升。公司胶膜全球市占率超50%，上半年胶膜产能新增1.5亿平至12亿平，预计21年底将达13.5亿平以上。根据公司20年报扩产计划，未来3年将扩大胶膜产能至18亿平以上，全球龙头地位进一步稳固。

**感光干膜高速增长，积极推进新材料业务。**上半年电子材料营收3.16亿元，同比+317%，感光干膜销售4547万平，同比+211%，均价6.95元/平，同比+34%，毛利率11.06%，同比-5pct。公司积极筹建江门年产4.2亿平感光干膜及配套年产2.4万吨碱溶性树脂项目，目标3-5年内成为全球头部感光干膜厂商，同时大力推动FCCL/感光覆盖膜/铝塑膜/水处理膜支撑材料等新产品的量产及销售，持续创造业绩增长点。

## 二、盈利预测和投资建议

**核心假设：**

- (1) 基于公司2021-2023年53%、55%、57%市占率假设，对应胶膜出货量分别为10.43、12.96、16.65亿平，平均售价分别为10.47、10.50、10.52元/平，毛利率保持在25%；
- (2) 2021-2023年背板出货量分别为8,803、12,287、15,770万平，均价保持在9元/平，毛利率保持在15%；
- (3) 2021-2023年感光干膜出货量11,127、22,500、31,500万平，考虑公司不断切入中高端市场，平均售价分别为6.5、7.0、8.0元/平，考虑规模生产及配套原材料投产，毛利率分别为15%、17.50%、20%；
- (4) 热熔胶网膜及发电系统业务保持稳定发展，毛利率水平维持稳定。

基于以上假设，我们测算出公司2021-2023年营收分别为124.69、163.24、215.03亿元，同比分别增长48.57%、30.91%、31.72%；预计公司2021-2023年业绩分别为18.59、24.25、32.47亿元，对比可比公司并考虑公司全球龙头地位，给予22年业绩55XPE，对应合理价值140.22元/股，给予“买入”评级。

表1：公司主营业务拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>光伏胶膜业务</b>					
销量 (亿平)	7.49	8.65	10.43	12.96	16.65
平均价格 (元/平)	7.61	8.74	10.47	10.50	10.52
收入 (亿元)	56.95	75.62	109.19	136.08	175.26
毛利 (亿元)	24.80	22.54	17.26	21.35	35.56
毛利率	20.6%	29.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>光伏背板业务</b>					
销量 (万平)	4,968	5,712	8,803	12,287	15,770
平均价格 (元/平)	10.61	9.77	9.00	9.00	9.00
收入 (亿元)	5.27	5.58	7.92	11.06	14.19
毛利 (亿元)	0.96	1.14	1.19	1.66	2.13
毛利率	18.2%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>电子材料业务</b>					
销量 (万平)	1,424	4,363	11,127	22,500	31,500
平均价格 (元/平)	4.02	4.20	6.50	7.00	8.00
收入 (亿元)	0.57	1.83	7.23	15.75	25.20
毛利 (亿元)	0.04	0.36	1.08	2.76	5.04
毛利率	7.2%	19.6%	15.0%	17.5%	20.0%
<b>热熔网膜业务</b>					
销量 (万平)	1,029	609	487	390	312
平均价格 (元/平)	1.89	1.78	1.78	1.78	1.78
收入 (亿元)	0.19	0.11	0.09	0.07	0.06
毛利 (亿元)	0.06	0.03	0.03	0.02	0.02
毛利率	30.2%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>发电系统业务</b>					
收入 (亿元)	0.22	0.24	0.26	0.29	0.32
成本 (亿元)	0.18	0.17	0.19	0.21	0.23
毛利 (亿元)	0.04	0.07	0.07	0.08	0.09
毛利率	20.2%	28.6%	28.0%	28.0%	28.0%
营业总收入 (亿元)	63.78	83.93	124.69	163.24	215.03
YoY	32.61%	31.59%	48.57%	30.91%	31.72%
营业总成本 (亿元)	50.79	60.13	95.02	124.71	163.94
毛利率	20.36%	28.36%	23.79%	23.61%	23.76%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：可比公司估值

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002812.SZ	恩捷股份	2,284.56	256.00	2.33	3.39	4.52	109.83	75.45	56.62
601012.SH	隆基股份	4,282.73	79.12	2.14	2.76	3.40	37.04	28.68	23.27
可比公司平均							85.08	52.07	43.32

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：收盘价为 2021/08/20，各公司业绩预测来源万得一致预期

### 三、风险提示

需求不及预期，产业链价格大幅波动风险等。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,745</b>	<b>9,318</b>	<b>11,444</b>	<b>13,919</b>	<b>17,445</b>
货币资金	1,881	1,677	1,895	2,627	3,824
应收及预付	1,829	2,732	4,072	5,331	7,022
存货	909	974	1,539	2,019	2,655
其他流动资产	2,125	3,935	3,938	3,941	3,945
<b>非流动资产</b>	<b>1,560</b>	<b>2,227</b>	<b>2,782</b>	<b>3,286</b>	<b>3,737</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,083	1,634	2,040	2,394	2,696
在建工程	207	166	125	84	43
无形资产	217	272	466	661	855
其他长期资产	53	155	151	147	143
<b>资产总计</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>14,226</b>	<b>17,205</b>	<b>21,182</b>
<b>流动负债</b>	<b>862</b>	<b>1,131</b>	<b>1,766</b>	<b>2,315</b>	<b>3,042</b>
短期借款	20	0	0	0	0
应付及预收	719	731	1,156	1,517	1,994
其他流动负债	123	400	610	798	1,048
<b>非流动负债</b>	<b>914</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>	<b>1,384</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	890	1,355	1,355	1,355	1,355
其他非流动负债	25	29	29	29	29
<b>负债合计</b>	<b>1,776</b>	<b>2,516</b>	<b>3,150</b>	<b>3,699</b>	<b>4,427</b>
股本	523	770	951	951	951
资本公积	1,391	2,262	2,262	2,262	2,262
留存收益	4,336	5,610	7,476	9,904	13,154
归属母公司股东权益	6,525	9,025	11,072	13,500	16,750
少数股东权益	4	4	5	5	6
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>14,226</b>	<b>17,205</b>	<b>21,182</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>6,378</b>	<b>8,393</b>	<b>12,469</b>	<b>16,324</b>	<b>21,503</b>
营业成本	5,079	6,013	9,502	12,471	16,394
营业税金及附加	22	35	52	68	89
销售费用	113	121	180	236	310
管理费用	98	144	213	279	368
研发费用	203	309	459	601	792
财务费用	0	-19	32	23	3
资产减值损失	-5	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	-2	-2	-2	-2
投资净收益	27	40	59	77	101
<b>营业利润</b>	<b>1,094</b>	<b>1,790</b>	<b>2,116</b>	<b>2,761</b>	<b>3,697</b>
营业外收支	-2	-8	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,092</b>	<b>1,782</b>	<b>2,116</b>	<b>2,761</b>	<b>3,697</b>
所得税	137	217	257	335	449
<b>净利润</b>	<b>955</b>	<b>1,565</b>	<b>1,859</b>	<b>2,425</b>	<b>3,247</b>
少数股东损益	-2	0	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>957</b>	<b>1,565</b>	<b>1,859</b>	<b>2,425</b>	<b>3,247</b>
EBITDA	975	1,903	2,268	2,925	3,855
EPS (元)	1.83	2.03	1.95	2.55	3.41

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>435</b>	<b>272</b>	<b>806</b>	<b>1,483</b>	<b>1,924</b>
净利润	955	1,565	1,859	2,425	3,248
折旧摊销	112	132	206	256	306
营运资金变动	-454	-1,445	-1,273	-1,194	-1,602
其它	-178	20	14	-4	-27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-1,832</b>	<b>-701</b>	<b>-684</b>	<b>-660</b>
资本支出	-47	-355	-760	-761	-761
投资变动	5	0	2	2	2
其他	22	-1,477	57	75	99
<b>筹资活动现金流</b>	<b>864</b>	<b>1,382</b>	<b>114</b>	<b>-68</b>	<b>-68</b>
银行借款	906	1,487	0	0	0
股权融资	211	349	182	0	0
其他	-253	-454	-68	-68	-68
<b>现金净增加额</b>	<b>1,311</b>	<b>-200</b>	<b>219</b>	<b>732</b>	<b>1,196</b>
期初现金余额	414	1,725	1,677	1,895	2,627
<b>期末现金余额</b>	<b>1,725</b>	<b>1,525</b>	<b>1,895</b>	<b>2,627</b>	<b>3,824</b>

#### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	32.6%	31.6%	48.6%	30.9%	31.7%
营业利润增长	27.5%	63.5%	18.3%	30.4%	33.9%
归母净利润增长	27.4%	63.5%	18.8%	30.4%	33.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.4%	28.4%	23.8%	23.6%	23.8%
净利率	15.0%	18.6%	14.9%	14.9%	15.1%
ROE	14.7%	17.3%	16.8%	18.0%	19.4%
ROIC	10.2%	15.0%	14.6%	15.8%	17.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.4%	21.8%	22.1%	21.5%	20.9%
净负债比率	27.2%	27.9%	28.4%	27.4%	26.4%
流动比率	7.83	8.24	6.48	6.01	5.73
速动比率	6.70	7.26	5.49	5.02	4.75
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.73	0.88	0.95	1.02
应收账款周转率	3.91	3.52	3.52	3.52	3.52
存货周转率	7.02	8.62	8.10	8.08	8.10
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.83	2.03	1.95	2.55	3.41
每股经营现金流	0.83	0.35	0.85	1.56	2.02
每股净资产	12.49	11.73	11.64	14.19	17.61
<b>估值比率</b>					
P/E	26.54	41.99	65.96	50.57	37.76
P/B	3.89	7.28	11.07	9.08	7.32
EV/EBITDA	25.04	34.36	53.82	41.48	31.17

## 广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹瑞元：研究助理，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

李航：毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。