

## 新能源与电力设备组

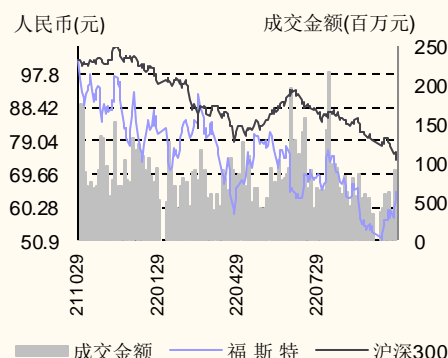
**福斯特 (603806.SH) 买入 (维持评级)**

## 公司点评

市场价格 (人民币): 64.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.32
已上市流通 A 股(亿股)	13.32
总市值(亿元)	852.19
年内股价最高最低(元)	102.03/50.90
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



## 相关报告

- 1.《业绩符合预期，胶膜、背板出货量高速增长-福斯特 2022 年中报点...》，2022.8.30
- 2.《Q1 盈利能力触底，后续有望逐季度提升-福斯特 2022 年一季报...》，2022.5.2
- 3.《原材料涨价放大成本优势，Q4 业绩超预期-福斯特 2021 年报点...》，2022.3.18

**姚遥** 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001 (8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

**宇文甸** 分析师 SAC 执业编号: S1130522010005  
yuwendian@gjzq.com.cn

**张嘉文** 联系人  
zhangjiawen@gjzq.com.cn

**Q3 困境中彰显龙头优势，Q4 迎量利齐升**

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,393	12,858	19,105	28,361	35,260
营业收入增长率	31.59%	53.20%	48.59%	48.45%	24.33%
归母净利润(百万元)	1,565	2,197	2,468	3,625	4,644
归母净利润增长率	63.52%	40.35%	12.37%	46.86%	28.13%
摊薄每股收益(元)	2.03	2.31	1.85	2.72	3.49
每股经营性现金流净额	0.35	-0.16	0.51	0.66	2.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.34%	18.04%	17.29%	20.88%	21.80%
P/E	41.99	56.53	34.53	23.51	18.35
P/B	7.28	10.20	5.97	4.91	4.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10 月 28 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 135.5 亿元，同比增长 52%，实现归母净利润 15.3 亿元，同比增长 15%；其中 Q3 实现营业收入 45.3 亿元，同比增长 41%，环比下降 12%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 10%，环比下降 34%。

## 经营分析

- **Q3 组件排产受硅料供应掣肘，胶膜需求、价格承压，困境中公司展现龙头经营韧性。**受 Q3 硅料产量因检修、限电等原因释放不及预期影响，组件排产及胶膜采购有所放缓，导致胶膜量价表现走弱，测算公司 Q3 胶膜出货 3 亿平左右，环比下降 9%，单平净利 1.5 元/平左右，环比下降约 0.5 元/平。公司凭借成本优势支撑的较高利润率基数以及产品多样化布局，在景气度阶段性偏低时呈现出较强的经营韧性。
- **Q3 存货大幅增长，主要为旺季备货所致。**截至 9 月底，公司存货 39.9 亿元，环比增加 10 亿元，主要是公司为年底旺季的到来提前进行原材料、成品的备货所致。
- **Q4 组件排产逐月上升，公司业务将量利齐升。**随硅料供应增长，Q4 组件排产呈逐月提升趋势，叠加部分原材料粒子产能检修影响，胶膜供需有望逐步改善，预计公司 Q4 胶膜出货量环比将显著增长。近两个月 EVA 粒子成交价格稳中略降，公司在三季度消耗完高价 EVA 粒子后，库存原材料成本较前期也有所下降，有望驱动 Q4 盈利能力环比改善。
- **明年 N 型出货占比提升，有望改善公司盈利结构。**2023 年将是 N 型组件大规模放量出货元年，仅头部组件企业就规划了近 100GW 的 N 型组件出货目标，叠加明年组件价格下降带动地面需求的恢复，预计 2023 年 POE 胶膜和 EPE 胶膜的需求占比将大幅提升，公司 POE/EPE 胶膜的毛利率高于传统的 EVA 胶膜，明年胶膜产品结构的升级有望带动公司盈利能力提升。同时 POE 胶膜占比提升也将提高 POE 粒子供需紧张的程度，公司领先的原材料保供能力有望放大其盈利优势。

## 盈利调整与投资建议

- 根据我们对公司产品价格的最新判断，调整公司 2022-2024 年归母净利润预测至 24.7 (-10%)、36.3 (+5%)、46.4 (+9%) 亿元，对应 EPS 分别为 1.85、2.72、3.49 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 产品价格表现不及预期；原材料价格上涨超预期；国际贸易环境恶化；竞争格局恶化风险。

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,378	8,393	12,858	19,105	28,361	35,260
增长率		31.6%	53.2%	48.6%	48.4%	24.3%
主营业务成本	-5,079	-6,013	-9,636	-15,026	-22,317	-27,721
%销售收入	79.6%	71.6%	74.9%	78.6%	78.7%	78.6%
毛利	1,299	2,380	3,222	4,079	6,044	7,539
%销售收入	20.4%	28.4%	25.1%	21.4%	21.3%	21.4%
营业税金及附加	-22	-35	-42	-67	-99	-123
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-113	-121	-53	-76	-113	-141
%销售收入	1.8%	1.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-98	-144	-154	-210	-312	-388
%销售收入	1.5%	1.7%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-203	-309	-454	-669	-993	-1,234
%销售收入	3.2%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	864	1,771	2,519	3,057	4,526	5,652
%销售收入	13.5%	21.1%	19.6%	16.0%	16.0%	16.0%
财务费用	0	19	47	29	-3	9
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	107	-59	-150	-311	-434	-413
公允价值变动收益	0	-2	2	0	0	0
投资收益	27	40	26	0	0	0
%税前利润	2.5%	2.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,094	1,790	2,471	2,805	4,119	5,278
营业利润率	17.2%	21.3%	19.2%	14.7%	14.5%	15.0%
营业外收支	-2	-8	-2	0	0	0
税前利润	1,092	1,782	2,469	2,805	4,119	5,278
利润率	17.1%	21.2%	19.2%	14.7%	14.5%	15.0%
所得税	-137	-217	-271	-337	-494	-633
所得税率	12.6%	12.2%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	955	1,565	2,198	2,468	3,625	4,644
少数股东损益	-2	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	957	1,565	2,197	2,468	3,625	4,644
净利率	15.0%	18.6%	17.1%	12.9%	12.8%	13.2%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	955	1,565	2,198	2,468	3,625	4,644
少数股东损益	-2	0	1	0	0	0
非现金支出	5	191	345	543	722	767
非经营收益	-71	-39	-57	-65	39	24
营运资金变动	-454	-1,445	-2,634	-2,264	-3,513	-2,083
经营活动现金净流	435	272	-148	681	873	3,353
资本开支	-47	-355	-531	-974	-1,040	-1,160
投资	5	0	0	0	0	0
其他	22	-1,477	2,048	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-1,832	1,517	-974	-1,040	-1,160
股权募资	211	349	14	2	0	0
债权募资	890	1,329	-13	594	576	-873
其他	-238	-296	-347	-386	-588	-734
筹资活动现金净流	864	1,382	-346	210	-12	-1,607
现金净流量	1,311	-200	992	-82	-179	586

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,881	1,677	2,669	2,585	2,404	2,989
应收款项	3,074	4,183	4,979	6,074	8,061	9,308
存货	909	974	2,450	4,528	6,114	7,215
其他流动资产	880	2,485	659	854	995	934
流动资产	6,745	9,318	10,756	14,041	17,575	20,446
%总资产	81.2%	80.7%	78.6%	78.9%	79.6%	79.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,290	1,799	2,423	2,998	3,618	4,273
%总资产	15.5%	15.6%	17.7%	16.9%	16.4%	16.6%
无形资产	217	274	367	472	595	737
非流动资产	1,560	2,227	2,932	3,752	4,514	5,331
%总资产	18.8%	19.3%	21.4%	21.1%	20.4%	20.7%
资产总计	8,305	11,545	13,688	17,793	22,089	25,776
短期借款	20	0	6	599	1,175	302
应付款项	742	775	1,046	2,367	2,764	3,184
其他流动负债	100	357	409	503	743	939
流动负债	862	1,131	1,460	3,470	4,682	4,425
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	914	1,384	38	33	37	33
负债	1,776	2,516	1,498	3,503	4,718	4,458
普通股股东权益	6,525	9,025	12,176	14,276	17,357	21,305
其中：股本	523	770	951	1,332	1,332	1,332
未分配利润	4,070	5,344	7,025	9,123	12,204	16,152
少数股东权益	4	4	14	14	14	14
负债股东权益合计	8,305	11,545	13,688	17,793	22,089	25,776

### 比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.831	2.034	2.309	1.854	2.722	3.488
每股净资产	12.486	11.727	12.802	10.721	13.035	16.000
每股经营现金净流	0.832	0.354	-0.155	0.511	0.656	2.518
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.278	0.408	0.523
回报率						
净资产收益率	14.67%	17.34%	18.04%	17.29%	20.88%	21.80%
总资产收益率	11.52%	13.56%	16.05%	13.87%	16.41%	18.02%
投入资本收益率	10.15%	14.98%	18.38%	18.07%	21.47%	23.00%
增长率						
主营业务收入增长率	32.61%	31.59%	53.20%	48.59%	48.45%	24.33%
EBIT增长率	50.02%	105.08%	42.22%	21.34%	48.06%	24.87%
净利润增长率	27.39%	63.52%	40.35%	12.37%	46.86%	28.13%
总资产增长率	28.64%	39.01%	18.56%	29.99%	24.15%	16.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.3	87.3	80.0	85.0	80.0	75.0
存货周转天数	60.7	57.1	64.8	110.0	100.0	95.0
应付账款周转天数	48.1	43.2	32.4	45.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	62.0	71.0	56.8	43.5	33.4	30.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.25%	-9.12%	-22.69%	-14.61%	-7.66%	-13.08%
EBIT利息保障倍数	-3,112.4	-91.1	-53.0	-105.1	1,638.2	-632.5
资产负债率	21.38%	21.79%	10.94%	19.69%	21.36%	17.29%

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	2	27	32	67
增持	0	1	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.21	1.24	1.00

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-01-21	增持	88.93	N/A
2	2021-03-26	增持	78.38	N/A
3	2021-04-19	增持	78.80	N/A
4	2021-08-18	增持	130.90	N/A
5	2021-10-29	增持	136.40	N/A
6	2022-03-18	买入	124.90	145.00
7	2022-05-02	买入	92.74	145.00
8	2022-08-30	买入	68.32	N/A

来源：国金证券研究所

**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


**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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

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