

福斯特 (603806.SH)

量价齐升高增长，优势巩固迈向新材料平台

核心观点：

- **全年业绩高增长，第四季度再提速。**公司年报显示 2020 年实现营收 83.93 亿元，同比+31.59%，实现归母净利润 15.65 亿元，同比+63.52%，扣非后归母净利润 15.21 亿元，同比+87.72%；其中第四季度实现营收 29.24 亿元，同比+63.58%，归母净利润 6.94 亿元，同比+90.28%。公司第四季度业绩增长明显提速，主要因新冠疫情好转及国内抢装，光伏行业需求旺盛带动光伏胶膜出货量及均价同比大幅增加。
- **光伏胶膜量价齐升，原材料价格及期间费用率保持平稳，盈利能力大幅提升。**公司 20 年胶膜销售 8.65 亿平，同比+15.6%，均价 8.74 元/m²，同比+14.9%，营收 75.62 亿元，同比+33%，毛利率 29%，同比+8.47pct；背板营收 5.58 亿元，同比+6%，销售 0.57 亿平，同比+14.98%，毛利率 20.51%，同比+2.35pct。第四季度光伏胶膜销售 2.68 亿平，同比+33.14%，均价 9.96 元/m²，同比+24.61%，营收 26.63 亿元，同比+65.26%，主要原材料光伏树脂均价 11.98 元/kg，同比仅+0.25%。公司加大研发投入并顺利完成第三期员工持股计划，期间/研发费用率同比+0.12/0.5pct 至 6.6%/3.68%，实现销售净利率 18.65%，同比+3.68pct。
- **胶膜龙头优势巩固，迈向新材料平台。**随着全球碳中和共识及平价上网时代来临，胶膜需求量持续增长，公司加快胶膜扩产节奏，2020 年底光伏胶膜设计产能已达 10.51 亿 m²，同比+41.07%；此外，未来 3 年计划新增产能 8 亿平（杭州 0.5/滁州 5/嘉兴 2.5 亿平），较目前产能+76%。胶膜产能扩张巩固公司市场龙头地位，为未来盈利增长提供保障；同时公司积极拓展感光干膜/FCCL/感光覆盖膜/铝塑膜/水处理膜支撑材料等产品，逐渐迈向新材料平台公司。预计 2021-23 年 EPS 分别为 2.63/3.25/3.84 元/股，考虑到公司全球竞争优势及可比公司估值，给予其 2021 年业绩 40 倍 PE 估值，对应合理价值 105.05 元/股，继续给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场需求不及预期，产品价格及原材料价格大幅波动风险。

盈利预测：

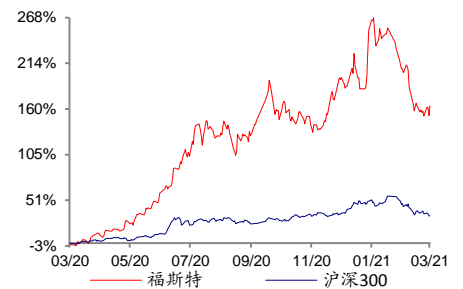
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,378	8,393	11,717	14,947	17,838
增长率（%）	32.6	31.6	39.6	27.6	19.3
EBITDA（百万元）	975	1,903	2,425	2,981	3,504
归母净利润（百万元）	957	1,565	2,021	2,498	2,954
增长率（%）	27.4	63.5	29.1	23.6	18.3
EPS（元/股）	1.83	2.03	2.63	3.25	3.84
市盈率（P/E）	26.54	41.99	29.84	24.15	20.42
ROE（%）	14.7	17.3	18.3	18.4	17.9
EV/EBITDA	25.04	34.36	24.57	19.66	16.28

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	78.38 元
合理价值	105.05 元
前次评级	买入
报告日期	2021-03-26

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



jjchengwei@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) :胶膜	2020-10-28
量价齐升助力业绩大幅增长	
福斯特 (603806.SH) :扣非	2020-04-24
保持增长，运营能力提升	
福斯特 (603806.SH) :业绩	2020-03-31
略超预期，龙头地位增强	

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,745	9,318	11,239	13,667	16,550
货币资金	1,881	1,677	2,087	3,054	4,633
应收及预付	1,829	2,732	3,819	4,875	5,819
存货	909	974	1,395	1,799	2,156
其他流动资产	2,125	3,935	3,937	3,940	3,942
非流动资产	1,560	2,227	2,814	3,348	3,831
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	498	723	949
其他长期资产	53	155	151	147	143
资产总计	8,305	11,545	14,053	17,016	20,381
流动负债	862	1,131	1,612	2,072	2,481
短期借款	20	0	0	0	0
应付及预收	719	731	1,048	1,351	1,620
其他流动负债	123	400	563	721	861
非流动负债	914	1,384	1,384	1,384	1,384
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
负债合计	1,776	2,516	2,996	3,456	3,865
股本	523	770	770	770	770
资本公积	1,391	2,262	2,262	2,262	2,262
留存收益	4,336	5,610	7,638	10,140	13,096
归属母公司股东权	6,525	9,025	11,052	13,554	16,510
少数股东权益	4	4	5	5	6
负债和股东权益	8,305	11,545	14,053	17,016	20,381

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,378	8,393	11,717	14,947	17,838
营业成本	5,079	6,013	8,617	11,107	13,315
营业税金及附加	22	35	49	62	74
销售费用	113	121	169	216	257
管理费用	98	144	200	256	305
研发费用	203	309	431	550	657
财务费用	0	-19	30	16	-9
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	55	71	84
营业利润	1,094	1,790	2,301	2,844	3,363
营业外收支	-2	-8	0	0	0
利润总额	1,092	1,782	2,301	2,844	3,363
所得税	137	217	280	346	409
净利润	955	1,565	2,021	2,498	2,954
少数股东损益	-2	0	0	0	1
归属母公司净利润	957	1,565	2,021	2,498	2,954
EBITDA	975	1,903	2,425	2,981	3,504
EPS (元)	1.83	2.03	2.63	3.25	3.84

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	435	272	1,183	1,725	2,324
净利润	955	1,565	2,021	2,498	2,954
折旧摊销	112	132	175	225	275
营运资金变动	-454	-1,445	-1,031	-1,000	-895
其它	-178	20	18	3	-11
投资活动现金流	-20	-1,832	-705	-690	-677
资本支出	-47	-355	-760	-761	-761
投资变动	5	0	2	2	2
其他	22	-1,477	53	69	82
筹资活动现金流	864	1,382	-68	-68	-68
银行借款	906	1,487	0	0	0
股权融资	211	349	0	0	0
其他	-253	-454	-68	-68	-68
现金净增加额	1,311	-200	410	967	1,579
期初现金余额	414	1,725	1,677	2,087	3,054
期末现金余额	1,725	1,525	2,087	3,054	4,633

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	32.6%	31.6%	39.6%	27.6%	19.3%
营业利润增长	27.5%	63.5%	28.6%	23.6%	18.3%
归母净利润增长	27.4%	63.5%	29.1%	23.6%	18.3%
获利能力					
毛利率	20.4%	28.4%	26.5%	25.7%	25.4%
净利率	15.0%	18.6%	17.3%	16.7%	16.6%
ROE	14.7%	17.3%	18.3%	18.4%	17.9%
ROIC	10.2%	15.0%	15.9%	16.2%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	21.8%	21.3%	20.3%	19.0%
净负债比率	27.2%	27.9%	27.1%	25.5%	23.4%
流动比率	7.83	8.24	6.97	6.60	6.67
速动比率	6.70	7.26	5.99	5.61	5.69
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.73	0.83	0.88	0.88
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	8.40	8.31	8.27
每股指标 (元)					
每股收益	1.83	2.03	2.63	3.25	3.84
每股经营现金流	0.83	0.35	1.54	2.24	3.02
每股净资产	12.49	11.73	14.36	17.61	21.45
估值比率					
P/E	26.54	41.99	29.84	24.15	20.42
P/B	3.89	7.28	5.46	4.45	3.65
EV/EBITDA	25.04	34.36	24.57	19.66	16.28

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，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。

张秀俊：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，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。

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。