

光伏胶膜出货与毛利率持续提升，感光干膜加速成长

——福斯特 (603806.SH) 2020 年中报点评

公司点评

● **事件:** 公司发布 2020 年中报, 2020H1 归母净利润 4.56 亿元, YoY +14.58% 公司发布 2020 年中报, 2020H1 实现营业收入 33.76 亿元, YoY +13.35%; 归母净利润 4.56 亿元, YoY +14.58%; 扣非后归母净利润 4.43 亿元, YoY +45.54%。上半年毛利率 21.39%, YoY +1.92 pct。对应 2020Q2 营业收入 18.67 亿元, YoY +36.89%, QoQ +23.74%; 归母净利润 3.01 亿元, YoY +65.43%, QoQ +94.61%, 扣非后归母净利润 2.94 亿元, YoY +83.80%, QoQ +97.02%。Q2 毛利率 21.02%, YoY +0.42 pct, QoQ -0.83 pct。

● 业绩略超市场预期: 胶膜出货与毛利率提升, 感光干膜加速成长

上半年主要营收构成: 光伏胶膜 30.98 亿元 (占比 91.8%, 同比+14.83%), 背板 2.54 亿元 (占比 7.5%, 同比-7.64%), 电子材料 0.76 亿元 (占比 2.3%, 同比+192.31%)。胶膜业务营收小幅增长, 主要是 Q1 疫情影响拖累出货, Q2 出货量、单价均大幅增长。背板业务同比略有下滑, 主要受价格小幅下降影响。电子材料业务 (感光干膜) 营收大幅增长。

毛利率方面: 光伏胶膜毛利率 20.85% (同比+1.64 pct)、背板毛利率 21.34% (同比+3.93 pct)、电子材料毛利率 16.06% (同比+10.26 pct)。胶膜毛利率提升来自于 Q2 POE 涨价 (供不应求) 及 POE 出货占比提升 (双面双玻应用趋势), 背板毛利率提升来自于原材料成本下降 (大背景是油价下跌导致石油衍生品价格下跌, 但反映到背板原材料上比胶膜原材料要早), 电子材料业务走上正轨, 毛利率大幅提升 (单价、高端 LID 产品占比均有提升)。

Q2 胶膜出货量 2.04 亿平, YoY +29.52%, QoQ +19.18%。不含税均价 8.19 元/平米, YoY +9.93%, QoQ +2.12%。

● 胶膜是光伏行业里最好的赛道, 福斯特是这个赛道最强龙头

1、跟随行业增长, 无技术替代风险。2、行业格局优异 (单寡头市场), 福斯特作为行业龙头, 市占率超过 55% (仍在提升)。3、产品结构优化, 高毛利产品 POE 和白色 EVA 占比增加, 福斯特在 POE 优势更突出 (市占率 70%)。

● 感光干膜有望复制胶膜成长路径, 公司长期看成长为平台型公司

公司在 PCB 感光干膜上实现 “0 到 1” 突破, 成功进入深南、景旺供应链, 2.16 亿平新产能加速扩产。感光干膜国产化替代趋势清晰, 看好公司成为感光干膜龙头。公司拥有深厚技术积累和强大研发优势, 新产品 FCCL、铝塑膜等持续突破, 看好公司长期成长为平台型新材料公司。

● 盈利预测及投资建议

考虑到胶膜上涨及双面双玻应用加速, 调整盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润 11.52 (+0.97)、15.3 (+0.88)、21.32 (+1.91) 亿元, 对应 2020-2022 年 PE 估值 43.1、34、23.3 倍。维持 “强烈推荐” 评级。

● **风险提示:** 光伏需求不及预期、产品价格超预期下跌风险、感光干膜进展不及预期风险、应收账款回收风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,810	6,378	8,087	10,712	14,294
增长率(%)	4.9	32.6	26.8	32.5	33.4
净利润(百万元)	751	957	1,152	1,530	2,132
增长率(%)	28.4	27.4	20.4	32.8	39.3
毛利率(%)	19.7	20.4	21.5	21.9	22.8
净利率(%)	15.6	15.0	14.2	14.3	14.9
ROE(%)	13.5	14.6	15.6	17.6	20.2
EPS(摊薄/元)	0.98	1.24	1.50	1.99	2.77
P/E(倍)	66.1	51.9	43.1	32.4	23.3
P/B(倍)	8.9	7.9	6.9	5.9	4.8

强烈推荐 (维持评级)

开文明 (分析师)

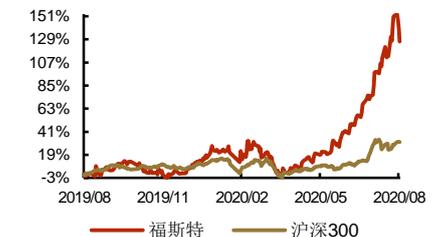
021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

市场数据	时间 2020.08.06
收盘价(元):	64.51
一年最低/最高(元):	33.47/73.6
总股本(亿股):	7.7
总市值(亿元):	496.44
流通股本(亿股):	7.7
流通市值(亿元):	496.44
近 3 月换手率:	42.38%

股价一年走势



相关报告

《光伏胶膜龙头, 向平台化新材料公司迈进》2020-05-28

《疫情影响一季度销量, 胶膜单价与毛利率持续提升》2020-04-23

《光伏胶膜龙头地位稳固, 电子材料业务进展顺利》2020-03-23

《保持 EVA 龙头优势, 新材料业务持续向好》2018-08-26

《EVA 龙头优势将延续, 新业务值得期待》2018-04-10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5014	6745	7358	7788	8808	营业收入	4810	6378	8087	10712	14294
现金	494	1881	1721	1062	1864	营业成本	3864	5079	6348	8369	11039
应收票据及应收账款合计	2668	1769	2275	3081	2637	营业税金及附加	19	22	28	37	49
其他应收款	105	27	141	82	215	营业费用	87	113	143	190	253
预付账款	36	60	61	100	115	管理费用	84	98	124	164	219
存货	780	909	1202	1581	2090	研发费用	179	203	257	341	455
其他流动资产	932	2098	1957	1883	1886	财务费用	-5	-0	-17	-9	-8
非流动资产	1442	1560	2774	4125	5578	资产减值损失	103	-5	0	0	0
长期投资	14	0	0	0	0	公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
固定资产	1109	1083	1519	2242	3190	其他收益	319	30	72	86	104
无形资产	199	217	236	258	277	投资净收益	62	27	27	27	27
其他非流动资产	119	260	1019	1625	2110	营业利润	858	1094	1315	1749	2436
资产总计	6456	8305	10132	11913	14386	营业外收入	0	2	5	2	2
流动负债	885	862	1851	2389	3087	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	15	20	18	19	18	利润总额	856	1092	1316	1748	2435
应付票据及应付账款合计	637	702	1414	1934	2482	所得税	106	137	165	220	306
其他流动负债	233	139	419	436	587	净利润	750	955	1151	1529	2129
非流动负债	15	914	850	796	747	少数股东损益	-1	-2	-1	-2	-3
长期借款	0	890	825	771	723	归属母公司净利润	751	957	1152	1530	2132
其他非流动负债	15	25	25	25	25	EBITDA	936	1202	1402	1898	2661
负债合计	900	1776	2701	3184	3835	EPS(元)	0.98	1.24	1.50	1.99	2.77
少数股东权益	2	4	3	1	-2						
股本	523	523	770	770	770						
资本公积	1391	1391	1182	1182	1182						
留存收益	3614	4336	5257	6480	8183						
归属母公司股东权益	5554	6525	7428	8727	10553						
负债和股东权益	6456	8305	10132	11913	14386						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170	435	1216	1051	2753
净利润	750	955	1151	1529	2129
折旧摊销	92	112	109	164	243
财务费用	-5	-0	-17	-9	-8
投资损失	-62	-27	-27	-27	-27
营运资金变动	-693	-454	12	-591	433
其他经营现金流	87	-151	-12	-14	-17
投资活动现金流	151	-20	-1283	-1474	-1653
资本支出	196	165	1213	1351	1453
长期投资	0	5	0	0	0
其他投资现金流	346	151	-70	-123	-199
筹资活动现金流	-226	864	-93	-237	-298
短期借款	15	4	-2	1	-1
长期借款	0	890	-64	-54	-48
普通股增加	121	0	247	0	0
资本公积增加	-121	0	-209	0	0
其他筹资现金流	-242	-30	-65	-184	-249
现金净增加额	110	1311	-160	-660	803

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	32.6	26.8	32.5	33.4
营业利润(%)	26.8	27.5	20.1	33.1	39.2
归属于母公司净利润(%)	28.4	27.4	20.4	32.8	39.3
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.4	21.5	21.9	22.8
净利率(%)	15.6	15.0	14.2	14.3	14.9
ROE(%)	13.5	14.6	15.6	17.6	20.2
ROIC(%)	14.6	19.5	18.7	19.0	23.4
偿债能力					
资产负债率(%)	13.9	21.4	26.7	26.7	26.7
净负债比率(%)	-8.3	-14.5	-8.8	-0.0	-7.7
流动比率	5.7	7.8	4.0	3.3	2.9
速动比率	3.7	5.1	2.6	2.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	1.9	2.9	4.0	4.0	5.0
应付账款周转率	6.5	7.6	6.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.24	1.50	1.99	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.68	1.58	1.37	3.58
每股净资产(最新摊薄)	7.22	8.21	9.33	11.02	13.39
估值比率					
P/E	66.1	51.9	43.1	32.4	23.3
P/B	8.9	7.9	6.9	5.9	4.8
EV/EBITDA	52.5	40.0	34.5	25.8	18.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>