

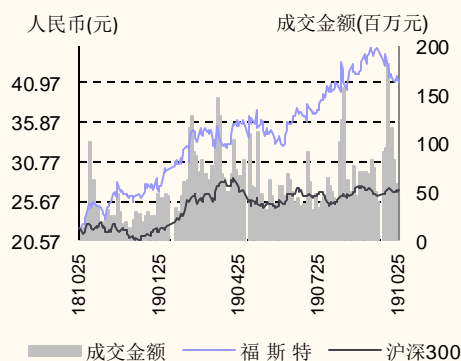
福斯特 (603806.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.02 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.23
已上市流通 A 股(亿股)	5.23
总市值(亿元)	214.37
年内股价最高最低(元)	45.40/41.02
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



相关报告

1.《光伏胶膜全球龙头，高毛利率新产品放量提速-福斯特深度报告》，2019.9.11

姚遥

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

张斯琴

联系人
zhangsiqin@gjzq.com.cn

产品结构优化带动胶膜量利齐升，静待 Q4 并网高峰

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.456	1.438	1.545	1.828	2.131
每股净资产(元)	12.50	10.63	11.55	12.65	13.93
每股经营性现金流(元)	0.60	0.32	0.17	0.34	0.55
市盈率(倍)	23.43	18.64	28.30	23.91	20.51
净利润增长率(%)	-30.97%	28.38%	7.46%	18.33%	16.57%
净资产收益率(%)	11.64%	13.53%	13.37%	14.45%	15.30%
总股本(百万股)	402.00	522.60	522.60	522.60	522.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2019 年三季报，1-9 月实现收入 45.91 亿元 (同比+34.60%)，净利润 5.92 亿元 (同比+70.80%)，其中 Q3 单季收入 16.12 亿元 (同比+31.93%)，净利润 1.94 亿元 (同比+58.98%)，符合市场预期。

经营分析

- 光伏胶膜量价齐升，支撑业绩稳健增长。2019Q3 单季度，公司光伏胶膜、光伏背板、其他业务收入分别为 14.42 亿元、1.28 亿元、0.42 亿元，同比增长+35.9%、-2.3%、+40.7%，收入占比 89.4%、7.9%、2.6%。光伏胶膜当季销量 1.92 亿平方米 (同比+30%，环比+22%)，均价 7.52 元/平方米 (同比+4.3%，环比+0.9%)；光伏背板当季销量 1230.35 万平方米 (同比+8%，环比-15%)，均价 10.39 元/平方米 (同比-9.7%，环比+3.1%)。在 Q3 光伏国内外需求环比走弱、主要原材料价格同环比均有所下降的背景下，公司光伏胶膜业务仍凭借产能扩张释放、产品结构优化实现了难能可贵的量价齐升，彰显其稳固的龙头地位与显著的竞争优势。
- 高附加值胶膜及电子材料的扩产与放量将推动公司盈利持续提升。公司目前具备光伏胶膜产能 6-7 亿平方米，在建的年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目、年产 2 亿平方米 POE 胶膜扩产项目一期 (1 亿平方米) 预计 2021 年底建成，届时胶膜总产能预计提升至 9 亿平方米，高附加值新品放量将推动公司收入与盈利能力提升并进一步巩固龙头地位。电子材料感光干膜进入放量期，预计 2020 年底产能将由目前的 5000 万平方米提升至 2 亿平方米，公司新材料业务占比将持续提升，支撑业绩较快增长。
- Q4 并网高峰推动组件及胶膜出货继续增长，未来一年需求能见度逐步提升。展望未来，竞价项目中除部分因土地原因进展受阻外，大部分项目如期推进，因推迟并网将有每季度 1 分钱电价惩罚的情况下，企业抢年底并网的主观动力充足，11-12 月预计仍将迎来并网高峰。明年海外订单能见度将逐渐提升、国内政策 (竞价补贴额度等) 将逐步明朗、Q1 有望淡季不淡，行业基本面和板块情绪均有望逐步回暖。

盈利调整与投资建议

■ 我们小幅上调公司 2019-2021E 年净利润预测至 8.07 亿元、9.55 亿元、11.14 亿元，对应 EPS 为 1.54 元、1.83 元、2.13 元，当前股价对应 2019/2020 年 27/22 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示

■ 国内政策低于预期，国际贸易环境恶化，产品降价超预期，应收账款风险。

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,952	4,585	4,810	6,631	8,281	10,093	货币资金	324	339	494	1,682	1,074	1,065
增长率	16.0%	4.9%	37.9%	24.9%	21.9%		应收账款	2,042	2,471	2,773	3,526	4,403	5,367
主营业务成本	-2,755	-3,626	-3,864	-5,355	-6,610	-8,053	存货	478	479	780	872	1,065	1,291
%销售收入	69.7%	79.1%	80.3%	80.8%	79.8%		其他流动资产	1,674	1,232	967	534	547	561
毛利	1,196	959	946	1,275	1,671	2,040	流动资产	4,519	4,521	5,014	6,613	7,089	8,283
%销售收入	30.3%	20.9%	19.7%	19.2%	20.2%	20.2%	%总资产	82.2%	79.3%	77.7%	81.3%	79.3%	81.9%
营业税金及附加	-23	-27	-19	-20	-25	-40	长期投资	11	12	14	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	固定资产	770	927	1,167	1,252	1,570	1,543
销售费用	-64	-78	-87	-119	-153	-192	%总资产	14.0%	16.2%	18.1%	15.4%	17.6%	15.3%
%销售收入	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	无形资产	140	194	200	205	211	216
管理费用	-209	-232	-84	-115	-144	-175	非流动资产	978	1,182	1,442	1,524	1,848	1,826
%销售收入	5.3%	5.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	17.8%	20.7%	22.3%	18.7%	20.7%	18.1%
研发费用	0	0	-179	-222	-277	-353	资产总计	5,497	5,703	6,456	8,137	8,936	10,109
%销售收入	0.0%	0.0%	3.7%	3.3%	3.3%	3.5%	短期借款	0	0	15	0	0	246
息税前利润 (EBIT)	900	622	576	799	1,072	1,279	应付款项	563	596	722	854	1,055	1,286
%销售收入	22.8%	13.6%	12.0%	12.0%	12.9%	12.7%	其他流动负债	75	64	148	143	168	196
财务费用	-11	-14	5	15	-1	-25	流动负债	638	660	885	997	1,223	1,727
%销售收入	0.3%	0.3%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	33	16	-103	-9	-13	-11	其他长期负债	17	14	15	1,100	1,100	1,100
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	负债	655	675	900	2,097	2,323	2,827
投资收益	48	48	62	50	50	50	普通股股东权益	4,840	5,027	5,554	6,038	6,611	7,280
%税前利润	4.9%	7.1%	7.2%	5.3%	4.5%	3.8%	其中：股本	402	402	523	523	523	523
营业利润	970	677	858	944	1,117	1,303	未分配利润	2,715	2,898	3,408	3,892	4,465	5,134
营业利润率	24.6%	14.8%	17.8%	14.2%	13.5%	12.9%	少数股东权益	1	2	2	2	2	2
营业外收支	14	-2	-3	0	0	0	负债股东权益合计	5,497	5,703	6,456	8,137	8,936	10,109
税前利润	984	675	856	944	1,117	1,303	比率分析						
利润率	24.9%	14.7%	17.8%	14.2%	13.5%	12.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-136	-90	-106	-137	-162	-189	每股指标						
所得税率	13.8%	13.3%	12.4%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	2.109	1.456	1.438	1.545	1.828	2.131
净利润	848	585	750	807	955	1,114	每股净资产	12.040	12.505	10.627	11.554	12.651	13.930
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.734	0.604	0.324	0.167	0.343	0.554
归属于母公司的净利润	848	585	751	807	955	1,114	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.618	0.731	0.852
净利率	21.5%	12.8%	15.6%	12.2%	11.5%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	17.52%	11.64%	13.53%	13.37%	14.45%	15.30%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.42%	10.26%	11.64%	9.92%	10.69%	11.02%
净利润	848	585	750	807	955	1,114	投入资本收益率	16.02%	10.72%	9.06%	9.57%	11.88%	12.67%
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	增长率						
非现金支出	25	59	196	111	122	141	主营业务收入增长率	18.57%	16.03%	4.90%	37.86%	24.88%	21.89%
非经营收益	-37	-26	-83	-118	-28	-9	EBIT 增长率	8.70%	-30.92%	-7.39%	38.76%	34.11%	19.35%
营运资金变动	-540	-375	-693	-713	-870	-957	净利润增长率	30.97%	-30.97%	28.38%	7.46%	18.33%	16.57%
经营活动现金净流	295	243	170	87	179	289	总资产增长率	13.68%	3.76%	13.19%	26.04%	9.82%	13.12%
资本开支	-271	-204	-195	-129	-433	-108	资产管理能力						
投资	-4	0	0	437	0	0	应收账款周转天数	81.6	75.6	79.4	79.6	79.6	79.6
其他	-242	445	346	50	50	50	存货周转天数	60.7	48.2	59.5	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-517	241	151	358	-383	-58	应付账款周转天数	56.4	50.6	56.2	52.0	52.0	52.0
股权募资	1	1	0	0	0	0	固定资产周转天数	64.2	64.2	84.2	55.0	48.2	45.8
债权募资	0	0	15	1,068	0	246	偿债能力						
其他	-236	-451	-226	-325	-404	-487	净负债/股东权益	-6.70%	-6.75%	-8.63%	-16.77%	-6.13%	-2.06%
筹资活动现金净流	-234	-451	-211	743	-404	-241	EBIT 利息保障倍数	84.7	43.7	-105.0	-54.3	806.4	51.1
现金净流量	-456	33	110	1,188	-608	-9	资产负债率	11.92%	11.83%	13.94%	25.77%	26.00%	27.97%

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	0	0	1	8	10
增持	0	1	3	4	7
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.75	1.33	1.50

来源：朝阳永续

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

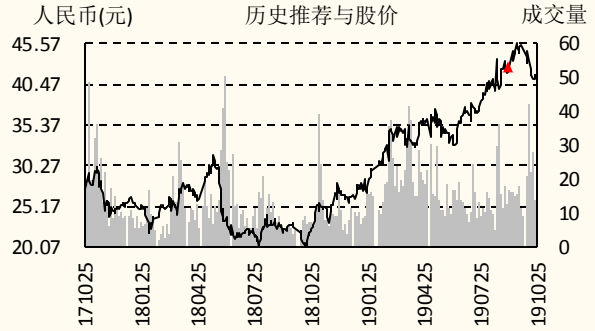
来源：国金证券研究所

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，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

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH