

成本上升毛利率承压，凭规模优势逆势扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 报告期实现营业收入 154.6 亿元, 同比增长 77.4%; 实现归母净利润 21.2 亿元, 同比增长 0.1%。其中 22Q4 实现收入 42.5 亿元, 同比增长 78.7%; 实现归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 53.4%。
- **光伏玻璃销量大幅增长, 原材料、能源成本上升毛利率承压。** 2022 年公司光伏玻璃销量 5.1 亿平 (折算成 3.2mm), 同比大幅增长 92.6%。光伏玻璃销售均价 26.8 元/平方米, 同比小幅下降 0.07 元/平方米。报告期内, 光伏玻璃主要原材料纯碱及天然气等能源成本大幅上升, 光伏玻璃单位成本 20.6 元/平方米, 同比增加 3.3 元/平方米。光伏玻璃毛利率 23.3%, 同比下降 12.4pp。受原材料、能源成本上升影响, 公司浮法玻璃、家居玻璃、工程玻璃业务毛利率均有不同程度下降。随着公司新产能投放, 产销量大幅提升, 规模效应显著, 期间费用率 7.5%, 同比下降 1.3pp。其中财务费用 2.4 亿元, 同比增长 357.8%, 主要是公司并购三力矿业、大华矿业及营运资金需求增加导致银行借款增加, 以及可转债利息增加所致。
- **产能持续提升, 规模优势稳固。** 截至 2022 年底, 公司光伏玻璃总产能 19400 吨/天。2022 年新增产能 7200 吨/天。今年 3 月公司新点火一条 1200 吨/天产线, 当前产能已达 20600 吨/天。安徽生产基地的四期项目 (4 条 1200 吨/天) 已在建设过程中, 计划在 2023 年根据建设进度陆续点火投产。南通项目已拿到听证会反馈批复。预计 2023 年底公司光伏玻璃总产能可达 25400 吨/天, 进一步巩固龙头规模优势。
- **加速布局石英砂资源, 锁定低成本原材料供应。** 公司于 2022 年完成对大华矿业 100% 股权和三力矿业 100% 股权的收购。大华矿业生产规模已由 50 万吨/年变更为 260 万吨/年。三力矿业生产规模拟由 190 万吨/年变更为 400 万吨/年。公司全资子公司安福玻璃以 33.80 亿元竞得安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区新 13 号段玻璃用石英岩矿采矿权, 玻璃用石英岩矿资源量 11700.5 万吨。在未来产能持续释放的背景下, 公司锁定优质石英岩矿源, 保证低成本原材料供应。
- **盈利预测与投资建议。** 当前光伏玻璃价格、盈利均处于历史底部, 行业库存已显著回落, 随着组件采购需求改善价格将有支撑。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别为 30.2 亿元、41.2 亿元、50.1 亿元, 对应 PE 分别为 23 倍、17 倍、14 倍。公司凭借成本、规模优势逆势扩张, 给予 2023 年 28 倍估值, 对应目标价 39.48 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 双玻组件渗透率不及预期; 原材料、能源成本超预期上涨。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15460.84	20053.83	25627.61	30329.81
增长率	77.44%	29.71%	27.79%	18.35%
归属母公司净利润 (百万元)	2122.78	3024.12	4115.85	5009.77
增长率	0.13%	42.46%	36.10%	21.72%
每股收益 EPS (元)	0.99	1.41	1.92	2.33
净资产收益率 ROE	15.13%	18.82%	21.02%	21.08%
PE	33	23	17	14
PB	4.97	4.34	3.56	2.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.47
流通 A 股(亿股)	16.94
52 周内股价区间(元)	30.98-47.52
总市值(亿元)	697.74
总资产(亿元)	200.83
每股净资产(元)	5.50

相关研究

1. 福莱特 (601865): Q3 盈利触底, Q4 望迎量价齐升 (2022-10-31)
2. 福莱特 (601865): 盈利环比改善, 成本优势巩固 (2022-08-28)
3. 福莱特 (601865): 光伏玻璃盈利底部, 库存去化订单充足 (2022-04-29)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司光伏玻璃产能按计划投放，2023~2025 年光伏玻璃出货量分别为 6.8、9.1、11.0 亿平。

假设 2：光伏玻璃 2023 年销售均价在 26.55 元/平方米，2024、2025 年随着原材料价格下降略有下降并稳定在 25.66 元/平方米，2023~2025 年毛利率分别为 23.0%、24.0%、24.5%。

假设 3：浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃及采矿茶品收入保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏玻璃	收入	13681.80	17976.65	23462.17	28115.82
	增速	92.12%	31.39%	30.51%	19.83%
	毛利率	23.31%	23.00%	24.00%	24.50%
浮法玻璃	收入	334.99	397.18	485.44	533.99
	增速	-14.88%	18.56%	22.22%	10.00%
	毛利率	-20.30%	15.00%	20.00%	20.00%
家居玻璃	收入	349.91	400.00	400.00	400.00
	增速	-8.10%	14.31%	0.00%	0.00%
	毛利率	17.96%	25.00%	25.00%	25.00%
工程玻璃	收入	595.58	720.00	720.00	720.00
	增速	-16.28%	20.89%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.08%	20.00%	30.00%	30.00%
采矿产品	收入	439.40	500.00	500.00	500.00
	增速	562.26%	13.79%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.78%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	59.16	60.00	60.00	60.00
	增速	49.52%	1.42%	0.00%	0.00%
	毛利率	67.02%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	15460.84	20053.83	25627.61	30329.81
	增速	77.44%	29.71%	27.79%	18.35%
	毛利率	22.07%	23.03%	24.29%	24.70%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 30.2 亿元、41.2 亿元、50.1 亿元，对应 PE 分别为 23 倍、17 倍、14 倍。综合考虑业务范围，选取光伏行业 3 家上市公司作为估值参考。公司 2023 年 PE 为 23.0 倍，行业平均为 25.8 倍。公司作为光伏玻璃龙头，成本优势显著，未来随着新产能投产，市占率将进一步提升。考虑到当前光伏玻璃价格处于底部采购

需求拉动下光伏玻璃行业库存走低，未来价格上行盈利有望上修。给予 2023 年适当高于行业平均水平的 28 倍 PE，对应目标价 39.48 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				22A	23E	24E	22A	23E	24E
301266.SZ	宇邦新材	68.12	65.50	1.18	2.35	3.33	55.51	27.87	19.67
300274.SZ	阳光电源	1,544.15	103.97	2.21	3.86	5.13	47.05	26.94	20.27
603806.SH	福斯特	789.21	59.27	1.85	2.63	3.17	32.04	22.54	18.70
平均值							44.86	25.78	19.54
601865.SH	福莱特	634.65	32.50	0.99	1.41	1.92	32.83	23.05	16.93

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15460.84	20053.83	25627.61	30329.81	净利润	2122.78	3024.12	4115.85	5009.77
营业成本	12048.19	15435.63	19403.60	22838.63	折旧与摊销	1307.74	1287.17	1557.46	1814.19
营业税金及附加	134.77	120.32	153.77	242.64	财务费用	240.43	308.36	440.57	432.79
销售费用	118.88	120.32	153.77	181.98	资产减值损失	-3.09	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	800.77	882.37	1127.61	1334.51	经营营运资本变动	-1446.17	-594.46	-1245.07	-1051.57
财务费用	240.43	308.36	440.57	432.79	其他	-2044.79	29.79	-23.10	0.42
资产减值损失	-3.09	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	176.90	4044.98	4835.71	6195.59
投资收益	12.86	20.00	20.00	20.00	资本支出	-3765.50	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	-1.83	-1.68	-1.73	-1.71	其他	-4103.52	-114.01	51.44	23.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7869.02	-4114.01	-3948.56	-3976.24
营业利润	2155.22	3215.15	4376.56	5327.54	短期借款	1234.66	687.37	336.93	-828.29
其他非经营损益	-2.34	2.00	2.00	2.00	长期借款	1921.32	50.00	100.00	100.00
利润总额	2152.88	3217.15	4378.56	5329.54	股权融资	31.98	0.00	0.00	0.00
所得税	30.10	193.03	262.71	319.77	支付股利	0.00	-424.56	-604.82	-823.17
净利润	2122.78	3024.12	4115.85	5009.77	其他	4665.79	-2173.25	-440.57	-432.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	7853.75	-1860.43	-608.46	-1984.24
归属母公司股东净利润	2122.78	3024.12	4115.85	5009.77	现金流量净额	217.35	-1929.46	278.69	235.11
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2932.15	1002.69	1281.38	1516.49	成长能力				
应收和预付款项	5996.16	7677.10	9816.05	11606.66	销售收入增长率	77.44%	29.71%	27.79%	18.35%
存货	2396.32	3082.32	3878.72	4565.13	营业利润增长率	-9.51%	49.18%	36.12%	21.73%
其他流动资产	1056.67	1337.56	1638.82	1915.48	净利润增长率	0.13%	42.46%	36.10%	21.72%
长期股权投资	82.75	82.75	82.75	82.75	EBITDA 增长率	24.52%	29.90%	32.51%	18.82%
投资性房地产	17.37	17.37	17.37	17.37	获利能力				
固定资产和在建工程	12783.78	15932.00	18809.94	21431.15	毛利率	22.07%	23.03%	24.29%	24.70%
无形资产和开发支出	3783.66	3349.83	2916.01	2482.18	三费率	7.50%	6.54%	6.72%	6.43%
其他非流动资产	3332.87	3331.30	3329.73	3328.16	净利率	13.73%	15.08%	16.06%	16.52%
资产总计	32381.72	35812.94	41770.78	46945.38	ROE	15.13%	18.82%	21.02%	21.08%
短期借款	3095.35	3782.73	4119.66	3291.38	ROA	6.56%	8.44%	9.85%	10.67%
应付和预收款项	5354.09	7323.22	9134.70	10679.23	ROIC	14.61%	15.00%	17.54%	18.33%
长期借款	3889.07	3939.07	4039.07	4139.07	EBITDA/销售收入	23.95%	23.99%	24.87%	24.97%
其他负债	6010.76	4698.57	4896.97	5068.72	营运能力				
负债合计	18349.28	19743.59	22190.40	23178.40	总资产周转率	0.59	0.59	0.66	0.68
股本	536.72	536.72	536.72	536.72	固定资产周转率	1.76	1.54	1.57	1.59
资本公积	4864.75	4864.75	4864.75	4864.75	应收账款周转率	7.89	6.25	6.23	6.02
留存收益	8092.12	10691.68	14202.71	18389.31	存货周转率	5.14	5.63	5.57	5.41
归属母公司股东权益	14032.45	16069.35	19580.37	23766.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	43.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	14032.45	16069.35	19580.37	23766.97	资产负债率	56.67%	55.13%	53.12%	49.37%
负债和股东权益合计	32381.72	35812.94	41770.78	46945.38	带息债务/总负债	57.62%	57.29%	52.94%	47.54%
					流动比率	1.18	1.10	1.17	1.30
					速动比率	0.95	0.84	0.90	1.00
					股利支付率	0.00%	14.04%	14.69%	16.43%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	3703.39	4810.68	6374.59	7574.52	每股收益	0.99	1.41	1.92	2.33
PE	32.87	23.07	16.95	13.93	每股净资产	6.54	7.48	9.12	11.07
PB	4.97	4.34	3.56	2.94	每股经营现金	0.08	1.88	2.25	2.89
PS	4.51	3.48	2.72	2.30	每股股利	0.00	0.20	0.28	0.38
EV/EBITDA	6.21	5.04	3.83	3.10					
股息率	0.00%	0.61%	0.87%	1.18%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn