

福莱特 (601865.SH)

2022 年利润承压，2023 年产能快速扩张

增持

核心观点

2022 年公司收入稳步增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 154.6 亿元，同比+77%；归母净利润 21.2 亿元，同比+0.1%；扣非归母净利润 20.8 亿元，同比+0.9%。对应 22Q4 单季度实现营收 42.5 亿元，同比+79%，环比+9%；归母净利润 6.2 亿元，同比+53%，环比+23%；扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+63%，环比+23%。

大窑炉产能快速扩张，持续巩固行业头部地位。公司过会扩产指标充裕，未来将积极布局大尺寸窑炉产能，能够有效降低单位产品能耗并提高成品率，从而降低生产成本并持续巩固行业头部地位。公司 A 股首发募投项目“年产 90 万吨光伏组件盖板玻璃项目”窑炉日熔化量为 1,000 吨，综合能耗较原有生产线下降幅度约 20%。2022 年可转债募投项目“年产 75 万吨太阳能装备用超薄超高透面板制造项目”窑炉日熔化量为 1,200 吨，所需原材料和能耗有所降低，随着单线规模的提升，切边和不良品占比有望实现进一步下降。

布局石英砂及天然气资源，成本优势显著。石英砂供应方面，2022 年公司分别以 33.4 亿元和 33.8 亿元的价格分别取得安徽凤阳大华矿业、三力矿业 100% 股权，以及凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿 13 号段采矿权，三者保有储量分别为 2084/3745/11701 万吨。公司提前布局原材料石英岩采矿权，能够保证供应链安全及原材料价格稳定，有效支撑公司光伏玻璃扩产需求。能源供应方面，公司持有昆仑燃气 35.0% 的股权及嘉兴燃气 4.5% 的股权。通过对原材料及能源成本的控制，公司光伏玻璃业务毛利率始终维持在第一梯队，较第二梯队企业保持 5% 以上的毛利率优势。

风险提示：光伏玻璃产销不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险；

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 194.2/230.7/267.8 亿元，同比增长 26%/19%/16%；实现归母净利润 28.5/38.6/49.5 亿元，同比增长 35%/35%/28%，当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 33.2-35.0 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 31-33 倍，较公司当前股价有 1%-6% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,713	15,461	19,416	23,070	26,784
(+/-%)	39.2%	77.4%	25.6%	18.8%	16.1%
净利润(百万元)	2120	2123	2854	3862	4945
(+/-%)	30.2%	0.1%	34.5%	35.3%	28.0%
每股收益(元)	0.99	0.99	1.07	1.43	1.81
EBIT Margin	26.7%	15.3%	18.6%	20.0%	21.6%
净资产收益率(ROE)	17.9%	15.1%	9.8%	11.7%	13.2%
市盈率(PE)	33.3	33.3	30.6	23.0	18.2
EV/EBITDA	27.5	24.3	23.0	18.2	14.7
市净率(PB)	5.98	5.04	3.00	2.69	2.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	33.20 - 35.00 元
收盘价	32.92 元
总市值/流通市值	70676/70676 百万元
52 周最高价/最低价	47.86/30.48 元
近 3 个月日均成交额	224.68 百万元

市场走势

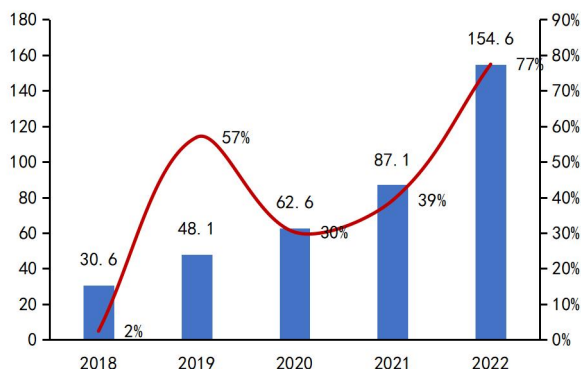


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

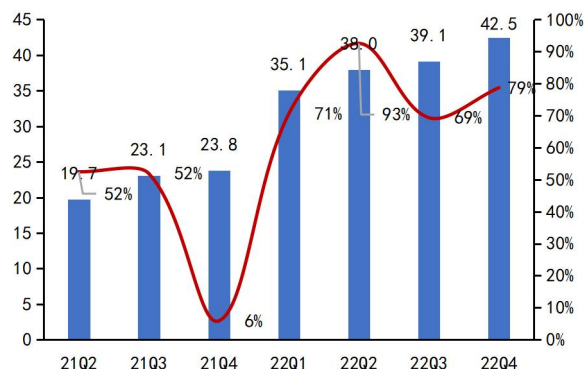
2022 年公司收入稳步增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 154.6 亿元，同比+77%；归母净利润 21.2 亿元，同比+0.1%；扣非归母净利润 20.8 亿元，同比+0.9%。对应 22Q4 单季度实现营收 42.5 亿元，同比+79%，环比+9%；归母净利润 6.2 亿元，同比+53%，环比+23%；扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+63%，环比+23%。

图1: 公司营业收入及增速（亿元、%）



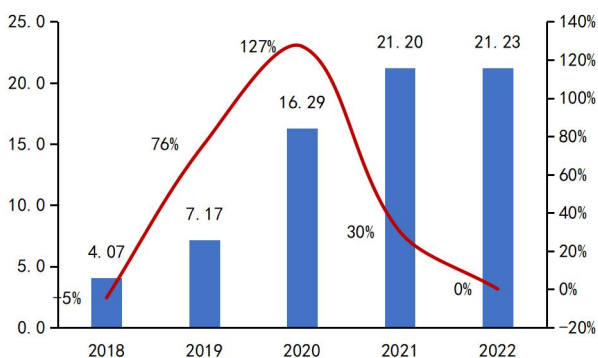
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速（亿元、%）



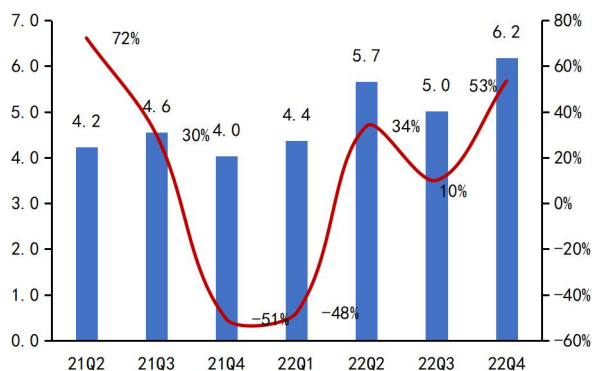
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速（亿元、%）



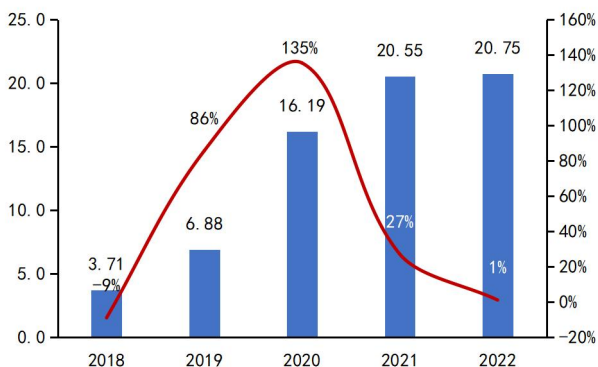
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



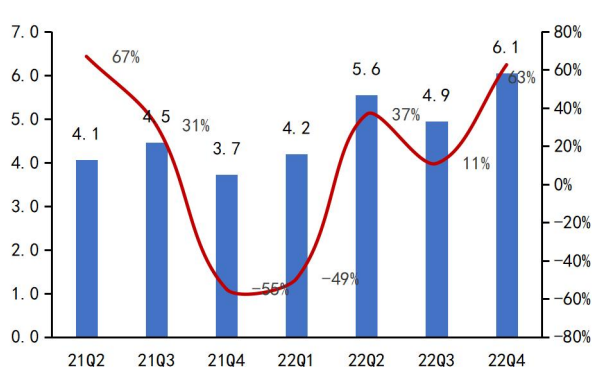
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

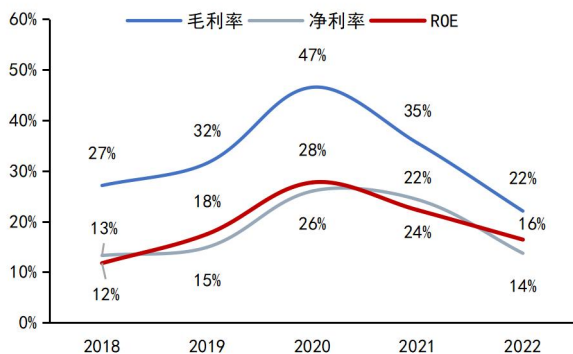
图6: 公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

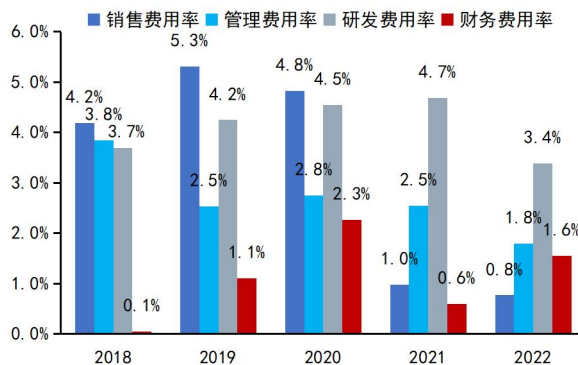
公司毛利率阶段性承压，期间费用持续降低。2022 年公司毛利率为 22.1%，同比-13.4pcts；净利率为 13.7%，同比-10.6pcts；公司期间费用率为 7.6%，同比-1.3pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.8%（同比-0.2pcts）、1.8%（同比-0.7pcts）、3.4%（同比-1.3pcts）、1.6%（同比+1.0pcts）。22Q4 净利润现金流含量降低，主要系因经营性应收款项增加所致。

图7：公司毛利率、净利率和平均 ROE 变化



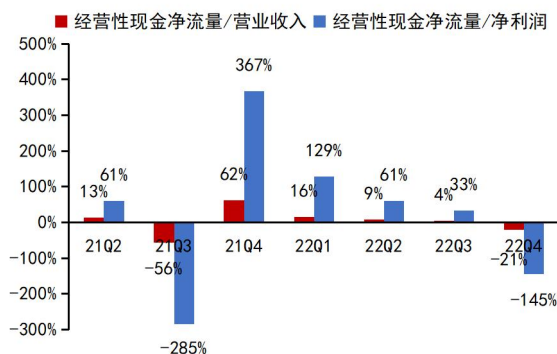
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



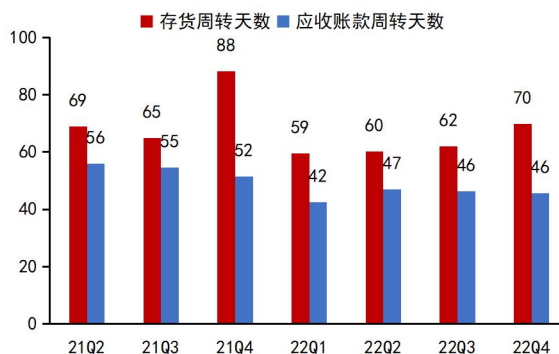
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

全球碳中和共识+光伏发电平价，行业处在高速发展期

光伏产业最早在欧洲兴起，迄今为止，经历了四个阶段。

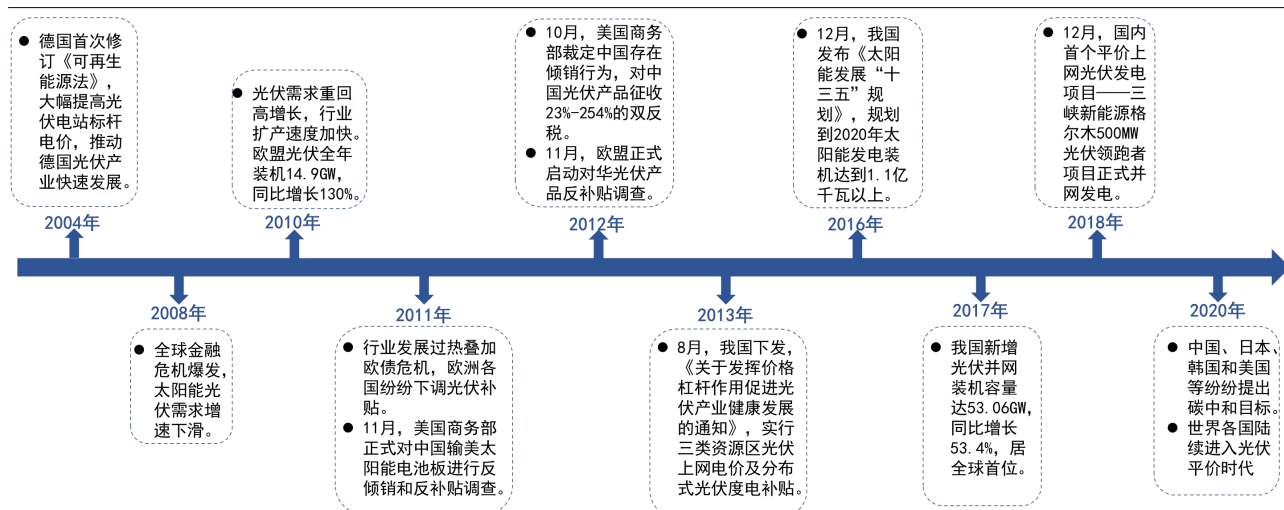
1) 发展初期：2004-2010 年，这一阶段以欧洲作为发展中心，各国政府纷纷推出利好光伏的补贴政策，光伏产业得以大规模商业化发展。

2) 调整期：2011-2013 年，欧债危机的爆发使得欧洲各国大幅削减光伏补贴，光伏投资收益率下降和扩张较快的上游产能导致行业供需失衡。此外，欧洲和美国对我国发起的“双反”调查严重制约了其光伏行业发展。

3) 成长期：2014-2018 年，光伏发展中心逐渐转移到中国，我国发布了《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》、《太阳能发展“十三五”规划》和各项补贴措施促进光伏行业快速发展。截至 2018 年底，中国光伏装机总量达 174.2GW，接近 2013 年 19.4GW 的 9 倍。

4) 平价期：2019 年至今，各国陆续制定碳排放目标，清洁能源备受青睐。技术的进步使得光伏发电成本不断下降，产业进入平价期。

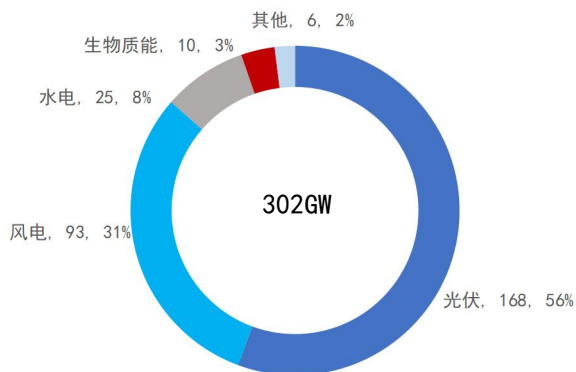
图11: 光伏行业发展历程回顾



资料来源：中国光伏行业协会、各公司公告、各公司官网，国信证券经济研究所整理

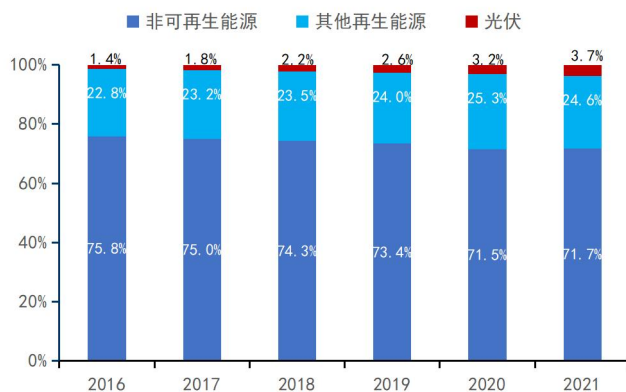
随着全球变暖带来的环境气候问题日益凸显，“碳中和”在全球范围内获得了广泛的关注和支持，许多国家和地区纷纷提出各自的碳中和目标。发展可再生能源是实现“碳中和”目标的重要途径，而光伏是可再生能源中成本优势最突出、应用场景最广泛的能源品类之一。2021 年全球可再生能源装机容量为 302GW，其中光伏装机首次突破半数，占总装机 56%。另一方面，从发电规模来看，目前光伏发电在电力市场中占比仍然很小。2021 年全球光伏发电仅占电力总供应 3.7%，未来光伏发电对非可再生能源进行替代的空间巨大。

图12: 2021 年全球新增可再生能源装机容量 (GW)



资料来源: SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

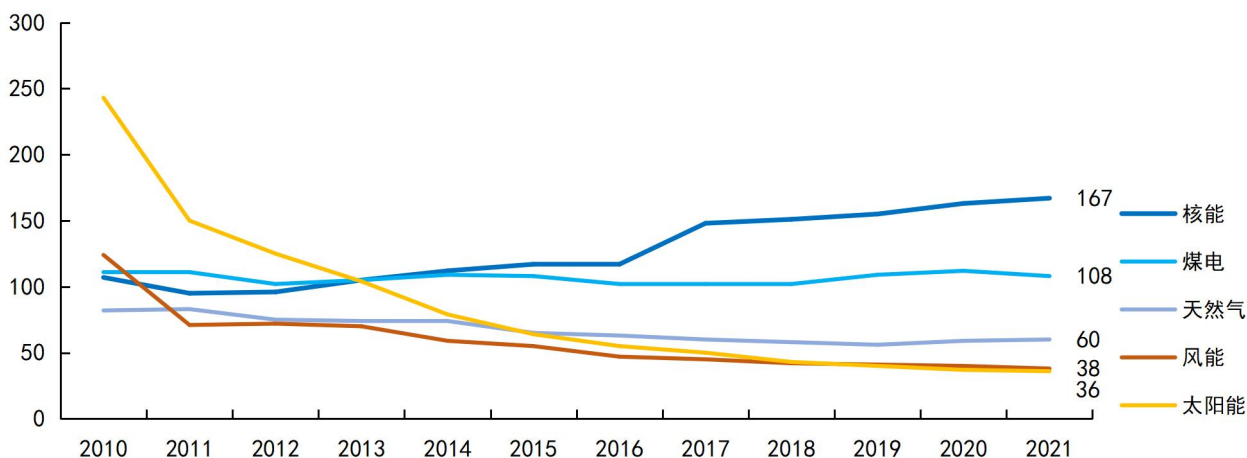
图13: 光伏发电在全球总电力供应中的占比



资料来源: SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

过去十年, 随着技术的迭代、工艺的进步和产业链的完善, 光伏发电度电成本持续快速下降, 十年间下降了近 90%, 在全球范围内从成本最高的能源蜕变至成本最低的能源。发电成本的快速下降, 使得光伏在全球各国逐步摆脱对政策补贴的依赖, 国内光伏发电从 2022 年起也全面进入平价时代。政策层面, 碳中和目标下各国持续推动清洁能源转型, 提出各自的脱碳目标; 市场层面, 目前光伏成本已具备竞争力, 未来产业的降本增效将持续进行。政策因素和市场因素决定了光伏行业的市场空间广阔, 潜在需求规模可观。

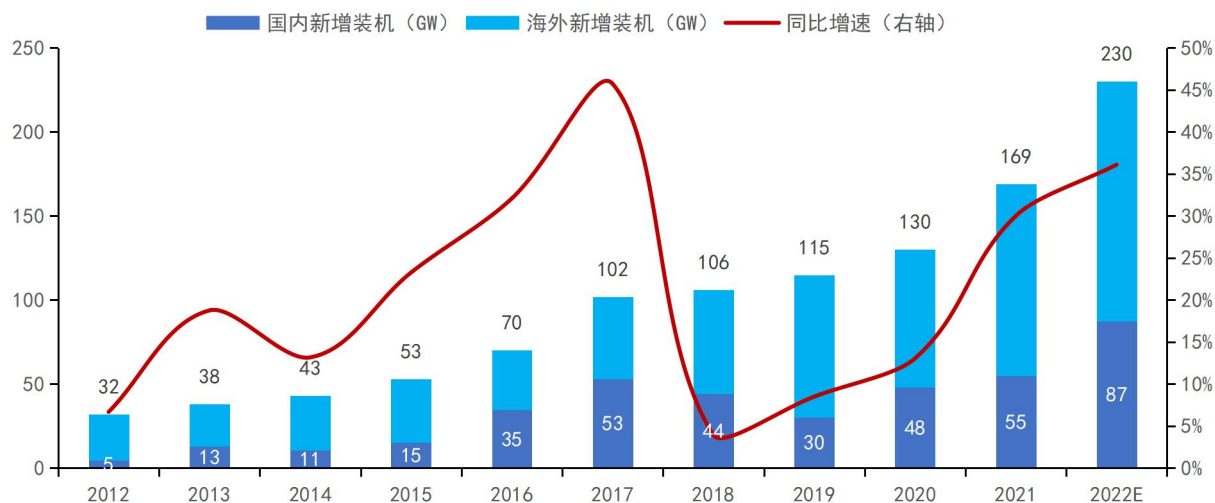
图14: 全球不同种类能源发电成本比较 (USD/MWH)



资料来源: SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

随着光伏发电成本的持续下降, 以及世界各国对节能减碳的重视和推动, 光伏装机保持连续增长。全球新增装机从 2012 年的 32GW, 到 2022 年约 230GW, 十年 CAGR 为 21.8%。其中, 中国市场十年 CAGR 为 34.5%, 显著高于全球增速, 中国光伏新增装机占全球的比重, 从 2012 年的 14%, 提高到 2022 年的 38%。

图15: 历年全球新增光伏装机 (GW)



资料来源: 历史数据来源于中国光伏行业协会、SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

我们预计 2022-2025 年, 全球光伏新增装机分别为 230/335/438/547GW, 同比增速 35.3%/45.7%/30.7%/24.9%, 对应全球组件需求约为 288/419/548/684GW。

图16: 2020-2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源: 历史数据来源于中国光伏行业协会、SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理及预测

原材料方面，随着光伏玻璃行业产能逐步扩大，优质石英砂将成为相对紧缺的资源。公司自 2011 年起拥有凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿 7 号段采矿权，储量约 1800 万吨。

2022 年 2 月，公司以 33.4 亿元的价格收购安徽凤阳大华矿业、三力矿业 100% 股权，二者保有储量分别为 2084/3745 万吨。截至 2022 年底末，大华矿业生产规模由 50 万吨/年变更为 260 万吨/年、三力矿业生产规模由 190 万吨/年变更为 400 万吨/年的扩矿手续均已办理完毕。

2022 年 8 月，公司以 33.8 亿元的价格竞拍获得凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿 13 号段采矿权，储量约 11701 万吨。

公司提前布局原材料石英岩采矿权，能够保证供应链安全及原材料价格稳定，有效支撑公司光伏玻璃扩产需求。

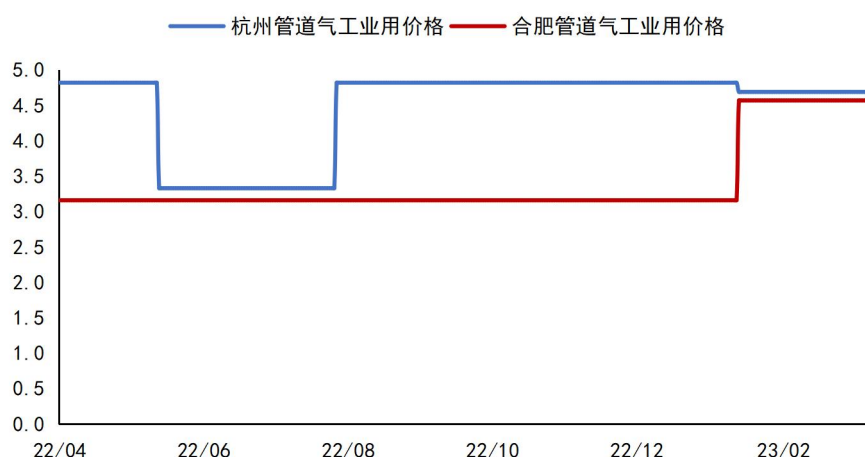
表9：2022 年新增石英矿产资源明细

	大华矿业（100%股权）	三力矿业（100%股权）	灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿 13 号段采矿权
生产规模（万吨/年）	260	400	630（玻璃用石英岩矿 500+原岩 130）
资源储量（万吨）	2,084.30	3,744.50	11,700.5
矿石品位	矿石矿物成份主要由石英组成，其含量多数矿石石英含量在 98% 以上，少数在一般为 96%~99%。另有少量白云母、绢云母 95%~97% 左右，并含少量白（绢）云母。该区域石英岩矿多年的开采历史证明矿石质量较好。	多数矿石石英含量在 98% 以上，少数在一般为 96%~99%。另有少量白云母、绢云母 95%~97% 左右，并含少量白（绢）云母。该区域石英岩矿多年的开采历史证明矿石质量较好。	原岩（绢云石英片岩（夹石）、大理岩、含铁石英岩、断层角砾岩等）1310.83 万立方米。
矿区交通	矿区所处位置交通便利，公路四通八达，水运临近淮河。	矿区所处位置交通便利，公路四通八达，水运临近淮河。	矿区所处位置交通便利，公路四通八达，水运临近淮河。
矿山规模	安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿属于大型矿山，资源储量丰富。	灵山玻璃用石英岩矿属于大型矿山，资源储量丰富。	安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿属于大型矿山，资源储量丰富。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

能源供应方面，公司持有昆仑燃气 35.0% 的股权及嘉兴燃气 4.5% 的股权，董事长阮洪良先生及副总经理赵晓非先生在两家燃气公司均担任高管职务。由于产能主要位于浙江嘉兴、安徽凤阳，公司选择入股当地燃气企业。

图33：杭州及合肥管道工业用市场价格（元/立方米）

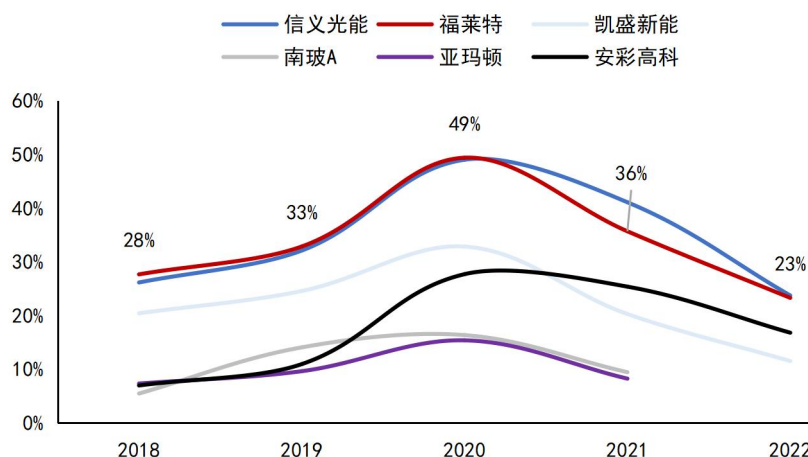


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

此外公司过会扩产指标充裕，未来将积极布局大尺寸窑炉产能，能够降低单位产品能耗并提高成品率，从而降低生产成本并持续巩固行业头部地位。公司A股首发募投项目“年产90万吨光伏组件盖板玻璃项目”窑炉日熔化量为1,000吨，综合能耗较原有生产线下降幅度约20%。2022年可转债募投项目“年产75万吨太阳能装备用超薄超高透面板制造项目”窑炉日熔化量为1,200吨，所需原材料和能耗有所降低，随着单线规模的提升，切边和不良品占比有望实现进一步下降。

通过对原材料及能源成本的有效控制，公司光伏玻璃业务毛利率始终维持在第一梯队，较第二梯队企业保持5%以上的毛利率优势。

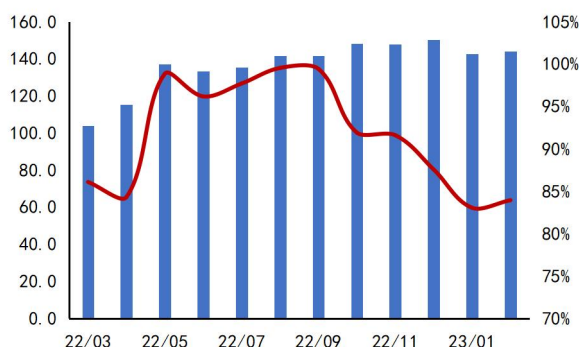
图34：各玻璃企业光伏玻璃业务毛利率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

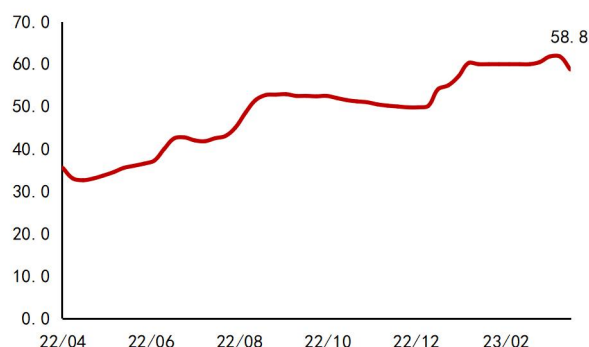
2022年光伏玻璃销售均价回落合并原材料价格上涨，公司光伏玻璃毛利率短期承压。2023年起随着硅料价格下降带动组件环节盈利修复，光伏玻璃行业产能利用率有望提升；叠加原材料纯碱及天然气价格下行，实现石英砂自供的光伏玻璃业务盈利能力迎来边际改善。

图35：光伏玻璃月度产量及开工率（万吨、%）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图36：光伏玻璃月度库存量（万吨）

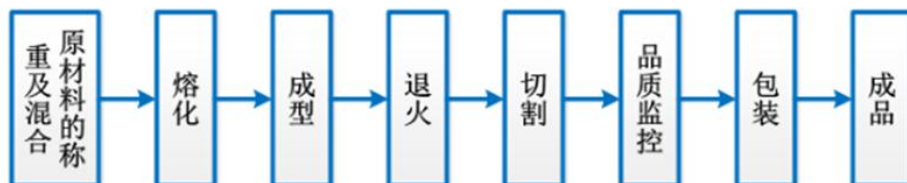


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

未来公司将围绕现有主导产品光伏玻璃，基于市场对双玻组件轻量化、薄片化的需求基础上，持续对配方和生产技术进行研究和探索，以达到更轻薄、更高的透光率、更好的光谱匹配性及更强的耐候性能，有效地帮助光伏组件降本增效。

浮法玻璃：公司的浮法玻璃是指浮法玻璃原片，选用优质的石英砂、纯碱、白云石等原料，经熔窑高温熔融，形成的玻璃液在金属液面上摊成厚度均匀平整的玻璃带，经退火切割而成的透明平板玻璃。浮法玻璃厚度均匀、表面平整度高、应用范围广，该类产品一部分作为公司生产各种家居玻璃、工程玻璃的原材料，另一部分直接出售给其他深加工企业及批发商，以直销客户为主，贸易商客户为辅。

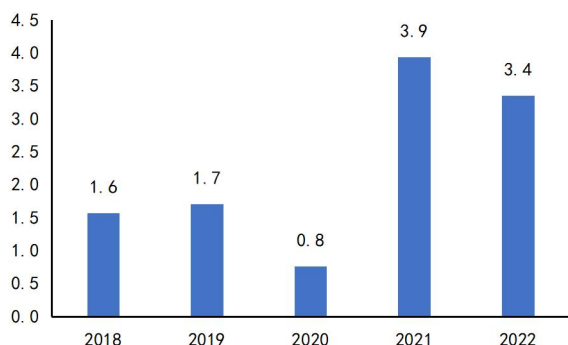
图37：浮法玻璃（原片）工艺流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年，公司浮法玻璃收入 3.4 亿元，同比-15%。毛利率-20.3%，同比-59.1pcts，主要系因纯碱、天然气价格大幅上涨所致；全年销售量 20.1 万吨，同比+15%。

图38：公司浮法玻璃业务收入（亿元）



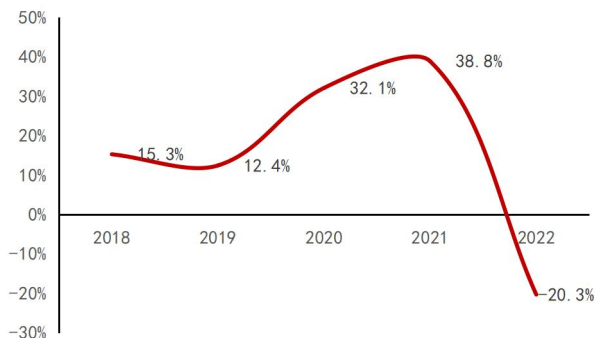
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：公司浮法玻璃单吨价格及单吨毛利（元/吨）



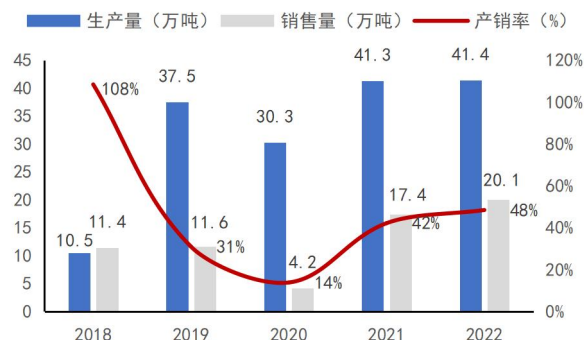
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：公司浮法玻璃业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：公司浮法玻璃产量、销量及产销率（万吨，%）



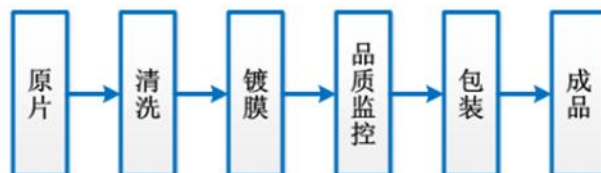
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

工程玻璃及家居玻璃：公司根据客户需求，对浮法玻璃进行深加工，制成家居玻璃和工程玻璃。工程玻璃产品主要包括钢化玻璃、Low-E 玻璃、中空节能玻璃、夹层玻璃以及上述玻璃的复合产品等，主要是定制化产品，因此销售模式以直销为主。

图42：工程中空节能玻璃工艺流程



图43：工程 Low-E 玻璃工艺流程

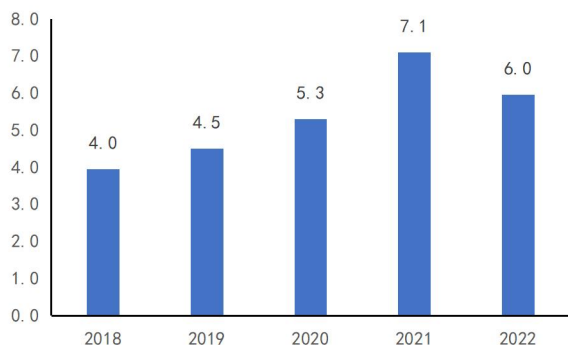


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年，公司工程玻璃收入 6.0 亿元，同比-16%；毛利率 14.1%，同比-18.9pcts；全年销售量 0.15 亿平，同比-6%。

图44：公司工程玻璃业务收入（亿元）



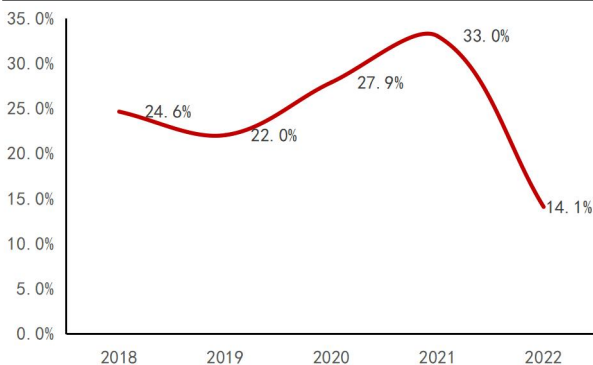
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：公司工程玻璃单平价格及单平毛利（元/平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46：公司工程玻璃业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

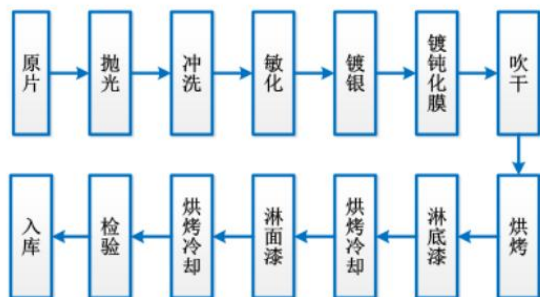
图47：公司工程玻璃产量、销量及产销率（亿平，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

家居玻璃产品主要包括用于装饰的各种镜子类产品、用于柜门及搁板的钢化玻璃及用于家居用途的其他类型玻璃，以外销为主，其中最主要的客户为宜家家居及其 OEM 制造商。

图48: 家居玻璃（环保镜）工艺流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

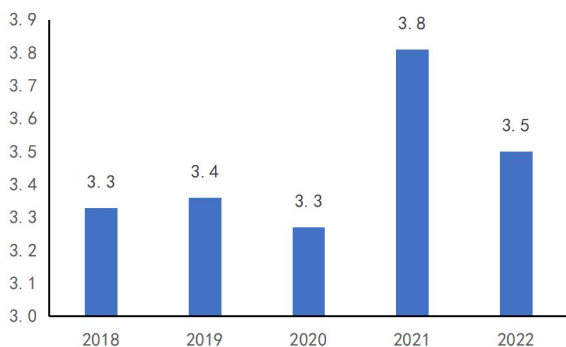
图49: 家居彩釉钢化玻璃工艺流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年，公司家居玻璃收入 3.5 亿元，同比-8%。毛利率 18.0%，同比-12.8pcts；全年销售量 0.07 亿平，同比-10%。

图50: 公司家居玻璃业务收入（亿元）



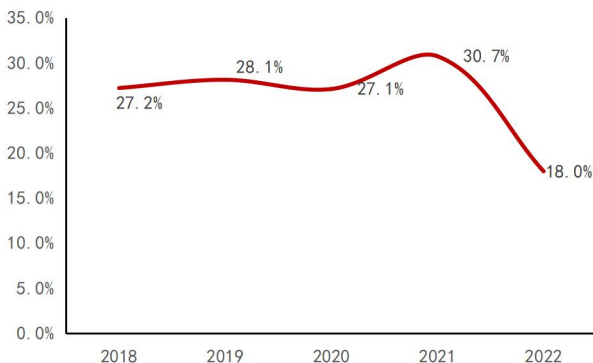
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图51: 2021 年公司家居玻璃单平价格及单平毛利（元/平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图52: 公司家居玻璃业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53: 公司家居玻璃产量、销量及产销率（亿平，%）

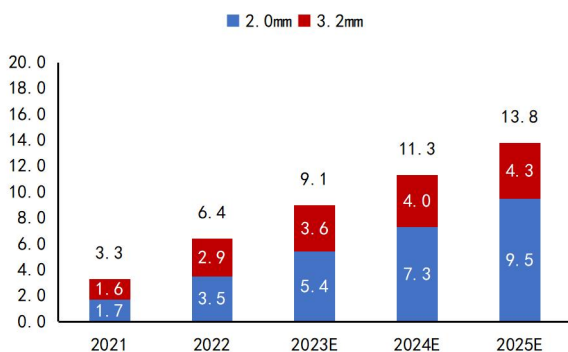


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

2023 年起光伏玻璃行业将出现市场供应宽松、企业竞争加剧的局面。公司光伏玻璃大尺寸窑炉扩产稳步推进，凭借石英砂实现自供，毛利率有望边际改善并持稳。

图54: 公司光伏玻璃销售量预测（亿平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

图55: 公司光伏玻璃销售单价及毛利率预测（元/平、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

我们预计 2023-2025 年公司光伏玻璃业务实现营业收入 174/210/247 亿元，同比增长 27%/21%/18%。

表10: 主营业务假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏玻璃					
销售量（亿平）	3.3	6.4	9.1	11.3	13.8
单平均价（元/平）	21.6	21.3	19.2	18.6	17.9
单平成本（元/平）	13.9	14.9	14.1	13.6	13.0
单平毛利（元/平）	7.7	6.4	5.1	5.0	4.9
收入（亿元）	71.2	136.8	173.9	210.2	247.0
成本（亿元）	45.8	104.9	129.4	155.3	179.6
毛利率	36%	23%	26%	26%	27%
工程玻璃					
收入（亿元）	7.1	6.0	7.9	8.5	9.1
成本（亿元）	4.8	5.1	6.3	6.4	7.0
毛利率	33%	14%	21%	25%	24%
家居玻璃					
收入（亿元）	3.8	3.5	3.6	3.4	3.4
成本（亿元）	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5
毛利率	31%	18%	22%	26%	26%
浮法玻璃（原片）					
收入（亿元）	3.9	3.4	3.8	3.6	3.4
成本（亿元）	2.4	4.0	3.4	2.8	2.4
毛利率	39%	-20%	12%	23%	29%
采矿产品					
收入（亿元）	0.7	4.4	4.4	4.4	4.4
成本（亿元）	0.3	3.3	3.0	3.0	3.0
毛利率	57%	24%	32%	32%	32%
其他业务					
收入（亿元）	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
成本（亿元）	0.3	0.2	0.5	0.5	0.5
毛利率	20%	69%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表11：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	39.2%	77.4%	25.6%	18.8%	16.1%
营业成本/营业收入	64.5%	77.9%	74.9%	73.9%	72.8%
销售费用/销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用/营业收入	2.5%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%
研发费用/销售收入	4.7%	3.4%	3.2%	3.0%	2.7%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	10.9%	1.4%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率	0.0%	23.3%	0.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 194.2/230.7/267.8 亿元，同比增长 26%/19%/16%；实现归母净利润 28.5/38.6/49.5 亿元，同比增长 35%/35%/28%，当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍。

表12：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,713	15,461	19,416	23,070	26,784
(+/-%)	39.2%	77.4%	25.6%	18.8%	16.1%
净利润(百万元)	2120	2123	2854	3862	4945
(+/-%)	30.2%	0.1%	34.5%	35.3%	28.0%
每股收益(元)	0.99	0.99	1.07	1.43	1.81
EBIT Margin	26.7%	15.3%	18.6%	20.0%	21.6%
净资产收益率 (ROE)	17.9%	15.1%	9.8%	11.7%	13.2%
市盈率 (PE)	33.3	33.3	30.6	23.0	18.2
EV/EBITDA	27.5	24.3	23.0	18.2	14.7
市净率 (PB)	5.98	5.04	3.00	2.69	2.39

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

◀ 绝对估值：33.2-35.0 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 33.2-35.0 元，较公司当前股价有 1%-6%的溢价空间。

表 1 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.30	T	13.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.54%
股票风险溢价	5.80%	有杠杆 Beta	1.42
公司股价	32.92	Ke	11.25%
发行在外股数	2656	E/(D+E)	90.00%
股票市值 (E)	87434	D/(D+E)	10.00%
债务总额 (D)	9478	WACC	10.52%
Kd	4.50%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为绝对估值的敏感性分析。

表 2 绝对估值的敏感性分析 (元)

34.06	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%
2.3%	36.32	35.67	35.03	34.41	33.81
2.2%	35.97	35.33	34.70	34.09	33.50
2.1%	35.62	34.99	34.38	33.78	33.19
2.0%	35.29	34.67	34.06	33.47	32.90
1.9%	34.96	34.35	33.76	33.18	32.61
1.8%	34.64	34.04	33.46	32.88	32.33
1.7%	34.33	33.74	33.16	32.60	32.05

资料来源:国信证券经济研究所预测

◀ 相对估值: 34.2-36.6 元

公司主营业务为光伏玻璃、工程玻璃、家居玻璃、浮法玻璃及采矿产品,我们选取主营业务同样为光伏玻璃的亚玛顿、凯盛新能为可比公司。考虑到福莱特、信义光能在光伏玻璃环节的双寡头地位,我们给予公司一定估值溢价,对应 2023 年动态 PE 区间为 29-31 倍,得到公司合理相对估值股价区间为 34.2-36.6 元。

表13: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	最新股价 (元) (23.03.29)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
002623.SZ	亚玛顿*	30.31	0.67	1.37	2.13	45.5	22.1	14.2
600876.SH	凯盛新能*	20.16	0.63	0.88	1.50	32.0	23.0	13.5
					均值	38.8	22.6	13.8
601865.SH	福莱特	32.92	0.99	1.07	1.43	33.3	30.6	23.0

资料来源:国信证券经济研究所预测 注:带“*”标的盈利预测为 Wind 一致预测

◀ 投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 194.2/230.7/267.8 亿元, 同比增长 26%/19%/16%; 实现归母净利润 28.5/38.6/49.5 亿元, 同比增长 35%/35%/28%, 当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值, 我们认为公司股价的合理估值区间为 33.2-35.0 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 31-33 倍, 较公司当前股价有 1%-6%的溢价空间。首次覆盖, 给予“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2843	2932	11154	10670	10714	营业收入	8713	15461	19416	23070	26784
应收款项	2046	5317	2660	3160	3669	营业成本	5620	12048	14533	17050	19494
存货净额	2276	2396	2787	3270	3739	营业税金及附加	48	135	155	185	214
其他流动资产	841	1156	1235	1193	1170	销售费用	86	119	155	185	214
流动资产合计	8898	12381	18565	19148	20269	管理费用	222	278	330	346	348
固定资产	9383	13100	16634	19373	21931	研发费用	408	523	621	692	723
无形资产及其他	663	3784	7012	6861	6710	财务费用	53	240	345	179	111
其他长期资产	1067	3034	1553	1153	1071	投资收益	32	13	10	10	10
长期股权投资	72	83	93	103	113	资产减值及公允价值变动	13	(42)	(30)	(30)	(30)
资产总计	20083	32382	43857	46638	50094	其他收入	47	109	60	60	60
短期借款及交易性金融负债	2171	4398	2000	2000	2000	营业利润	2382	2155	3286	4444	5689
应付款项	3344	5065	3783	4438	5074	营业外净收支	(2)	(2)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	297	956	901	879	802	利润总额	2380	2153	3281	4439	5684
流动负债合计	6164	10533	6878	7547	8144	所得税费用	260	30	427	577	739
长期借款及应付债券	1968	7478	7478	5678	3928	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	141	338	382	432	482	归属于母公司净利润	2120	2123	2854	3862	4945
长期负债合计	2108	7816	7859	6109	4409	现金流量表（百万元）					
负债合计	8273	18349	14737	13657	12553	净利润	2120	2123	2854	3862	4945
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(10)	(3)	(10)	(10)	(10)
股东权益	11810	14032	29120	32982	37540	折旧摊销	538	1305	818	1013	1193
负债和股东权益总计	20083	32382	43857	46638	50094	公允价值变动损失	1	2	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	53	240	345	179	111
每股收益	0.99	0.99	1.07	1.43	1.81	营运资本变动	(837)	(1449)	780	(398)	(479)
每股红利	0.00	0.23	0.00	0.14	0.18	其它	(1233)	(1800)	388	229	161
每股净资产	5.50	6.54	10.96	12.23	13.75	经营活动现金流	580	177	4831	4696	5809
ROIC	17%	11%	10%	10%	12%	资本开支	(3769)	(8071)	(7580)	(3600)	(3600)
ROE	18%	15%	10%	12%	13%	其它投资现金流	206	202	1480	400	82
毛利率	35%	22%	25%	26%	27%	投资活动现金流	(3563)	(7869)	(6100)	(3200)	(3518)
EBIT Margin	27%	15%	19%	20%	22%	权益性融资	2783	593	12727	0	0
EBITDA Margin	33%	24%	23%	24%	26%	负债净变化	1673	7501	(2398)	(1800)	(1750)
收入增长	39%	77%	26%	19%	16%	支付股利、利息	(449)	0	(494)	0	(386)
净利润增长率	30%	0%	34%	35%	28%	其它融资现金流	1317	1991	(2398)	0	0
资产负债率	41%	57%	34%	29%	25%	融资活动现金流	3954	7854	9491	(1979)	(2247)
息率	0.0%	0.7%	0.0%	0.4%	0.6%	现金净变动	971	162	8222	(483)	44
P/E	33.3	33.3	30.6	23.0	18.2	货币资金的期初余额	1590	2843	2932	11154	10670
P/B	6.0	5.0	3.0	2.7	2.4	货币资金的期末余额	2843	2932	11154	10670	10714
EV/EBITDA	27.5	24.3	23.0	18.2	14.7	企业自由现金流	(1994)	(5890)	(2832)	1028	2151
						权益自由现金流	(131)	(2215)	(5530)	872	2054

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032