

福莱特 (601865.SH)、福 莱特玻璃 (6865.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 盈利能力环比改善，23 年出货量 维持高增长

业绩简评

3月27日公司披露年报，2022年实现营业收入154.6亿元，同比增长77.4%；实现归母净利润21.2亿元，同比持平。其中，Q4实现营业收入42.5亿元，同比增长78.7%，环比增长8.6%；实现归母净利润6.2亿元，同比增长53.4%，环比增长23.1%。

经营分析

光伏玻璃价格低位震荡，出货量高增带动收入同增92.1%。2022年光伏玻璃新增产能逐步释放，行业供需较为宽松，全年玻璃价格保持低位震荡状态，公司全年光伏玻璃实现收入136.8亿元，同比增长92.1%，毛利率23.3%，同比减少12.4pct，其中Q4毛利率22.0%，环比小幅提升1.0pct。2022年光伏玻璃销售5.1亿平，同比增长92.6%，年底库存0.5亿平，同比增长45.1%。

2023年有效供给预计增长50%以上。截至目前公司光伏玻璃名义产能为20600吨/日，2023年新增产能主要为安徽四期4条1200吨/日产线，预计将在年内陆续点火投产，测算公司今年有效产能约为2.1万吨/日，同比增长50%以上。此外，公司南通基地4条1200吨/日项目已通过听证会审批，目前正在建设中，未来为公司贡献增量。

下游逐步进入旺季，玻璃库存高位回落，价格有望稳中有升。随着行业逐步进入旺季，下游需求呈现逐月提升的态势，考虑到1-2月份行业新增产能较少，我们预计目前光伏玻璃库存较此前高位有所回落，二季度玻璃价格有望稳中向上。中长期来看，听证会制度作为一项先行流程，增加了2024年及之后行业新增产能投放的不确定性，或使得未来玻璃供给情况好于预期。

盈利预测、估值与评级

根据公司最新扩产计划，调整公司2023-2024E净利润分别为30.44（-23%）、39.90（-25%）亿元，预计2025年净利润为48.56亿元，对应EPS分别为1.42、1.86、2.26元，公司当前A/H股价分别对应2023年23/13倍PE，维持A/H股“买入”评级。

风险提示

光伏玻璃需求增长不及预期；公司产能建设进度不及预期；疫情恶化超预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

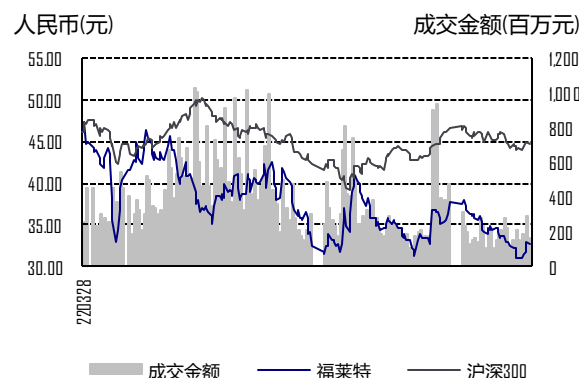
分析师：宇文甸（执业S1130522010005）

yuwendian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：32.66元

相关报告：

- 1.《Q3盈利低点已过·Q4进入量利齐升阶段-福莱特2022年三季...》，2022.10.28
- 2.《Q2盈利环比修复·下半年有望受益于需求放量-福莱特2022中...》，2022.8.26
- 3.《Q1盈利低点已过·后续有望逐季提升-福莱特2022一季报点评》，2022.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,713	15,461	23,596	28,940	34,146
营业收入增长率	39.18%	77.44%	52.62%	22.65%	17.99%
归母净利润(百万元)	2,120	2,123	3,044	3,990	4,856
归母净利润增长率	30.15%	0.13%	43.37%	31.10%	21.70%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.99	1.42	1.86	2.26
每股经营性现金流净额	0.27	0.07	7.44	9.51	11.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.95%	15.13%	18.36%	19.40%	19.10%
P/E	58.68	33.69	23.04	17.57	14.44
P/B	10.53	5.10	4.23	3.41	2.76

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,260	8,713	15,461	23,596	28,940	34,146
增长率		39.2%	77.4%	52.6%	22.6%	18.0%
主营业务成本	-3,347	-5,620	-12,048	-18,212	-22,253	-26,247
%销售收入	53.5%	64.5%	77.9%	77.2%	76.9%	76.9%
毛利	2,914	3,093	3,413	5,384	6,687	7,899
%销售收入	46.5%	35.5%	22.1%	22.8%	23.1%	23.1%
营业税金及附加	-61	-48	-135	-118	-145	-171
%销售收入	1.0%	0.6%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-302	-86	-119	-189	-232	-273
%销售收入	4.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-172	-222	-278	-354	-434	-512
%销售收入	2.8%	2.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-285	-408	-523	-708	-868	-1,024
%销售收入	4.5%	4.7%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,094	2,328	2,358	4,015	5,009	5,919
%销售收入	33.4%	26.7%	15.3%	17.0%	17.3%	17.3%
财务费用	-142	-53	-240	-572	-558	-494
%销售收入	2.3%	0.6%	1.6%	2.4%	1.9%	1.4%
资产减值损失	-102	13	-42	-75	-17	-16
公允价值变动收益	1	-1	-2	0	0	0
投资收益	6	32	13	0	0	0
%税前利润	0.3%	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,865	2,382	2,155	3,459	4,534	5,518
营业利润率	29.8%	27.3%	13.9%	14.7%	15.7%	16.2%
营业外收支	9	-2	-2	0	0	0
税前利润	1,874	2,380	2,153	3,459	4,534	5,518
利润率	29.9%	27.3%	13.9%	14.7%	15.7%	16.2%
所得税	-245	-260	-30	-415	-544	-662
所得税率	13.1%	10.9%	1.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	3,990	4,856
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	3,990	4,856
净利率	26.0%	24.3%	13.7%	12.9%	13.8%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	3,990	4,856
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	507	531	1,355	1,456	1,682	1,968
非经营收益	42	129	322	604	631	582
营运资金变动	-477	-2,201	-3,655	-1,111	-1,197	-989
经营活动现金净流	1,701	580	144	3,992	5,106	6,417
资本开支	-1,939	-3,760	-8,061	-916	-3,660	-3,730
投资	-468	126	194	-200	0	0
其他	33	72	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-2,374	-3,563	-7,869	-1,116	-3,660	-3,730
股权募资	29	2,510	0	-468	0	0
债权募资	1,887	2,167	8,476	-1,507	-99	-1,402
其他	-546	-722	-622	-663	-631	-582
筹资活动现金净流	1,369	3,954	7,854	-2,638	-730	-1,983
现金净流量	667	956	185	237	715	703

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,590	2,843	2,932	3,166	3,879	4,581
应收款项	2,644	2,632	6,203	7,137	8,753	10,328
存货	479	2,276	2,396	3,667	4,481	5,285
其他流动资产	856	1,147	850	1,313	1,515	1,714
流动资产	5,569	8,898	12,381	15,283	18,628	21,909
%总资产	45.4%	44.3%	38.2%	44.0%	46.5%	48.6%
长期投资	88	90	100	100	100	100
固定资产	5,271	9,383	13,100	15,330	17,283	18,960
%总资产	43.0%	46.7%	40.5%	44.1%	43.1%	42.0%
无形资产	535	670	3,799	3,829	3,879	3,989
非流动资产	6,697	11,185	20,000	19,443	21,437	23,216
%总资产	54.6%	55.7%	61.8%	56.0%	53.5%	51.4%
资产总计	12,266	20,083	32,382	34,726	40,066	45,125
短期借款	778	2,171	4,398	3,087	2,987	1,586
应付款项	2,109	3,481	5,720	6,726	7,981	9,413
其他流动负债	444	513	416	847	1,044	1,218
流动负债	3,331	6,164	10,533	10,660	12,012	12,217
长期贷款	1,375	1,968	3,889	3,889	3,889	3,889
其他长期负债	325	141	3,927	3,597	3,595	3,593
负债	5,031	8,273	18,349	18,147	19,496	19,699
普通股股东权益	7,235	11,810	14,032	16,579	20,569	25,425
其中：股本	510	537	537	537	537	537
未分配利润	4,450	6,195	7,824	10,867	14,857	19,713
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	12,266	20,083	32,382	34,726	40,066	45,125

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.80	0.99	0.99	1.42	1.86	2.26
每股净资产	3.54	5.50	6.54	7.72	9.58	11.84
每股经营现金净流	0.83	0.27	0.07	7.44	9.51	11.96
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	22.51%	17.95%	15.13%	18.36%	19.40%	19.10%
总资产收益率	13.28%	10.56%	6.56%	8.76%	9.96%	10.76%
投入资本收益率	18.82%	12.92%	8.93%	13.02%	14.20%	15.10%
增长率						
主营业务收入增长率	30.24%	39.18%	77.44%	52.62%	22.65%	17.99%
EBIT 增长率	132.31%	11.21%	1.28%	70.26%	24.75%	18.16%
净利润增长率	127.09%	30.15%	0.13%	43.37%	31.10%	21.70%
总资产增长率	30.59%	63.73%	61.24%	7.24%	15.38%	12.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.8	52.2	46.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	52.5	89.5	70.8	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	171.7	116.9	97.0	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	194.4	264.6	265.0	201.9	184.2	169.8
偿债能力						
净负债/股东权益	5.51%	9.28%	63.72%	44.61%	32.01%	17.62%
EBIT 利息保障倍数	14.8	44.3	9.8	7.0	9.0	12.0
资产负债率	41.02%	41.19%	56.67%	52.26%	48.66%	43.66%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-28	买入	25.32	N/A
2	2021-07-09	买入	43.40	N/A
3	2021-08-10	买入	54.00	N/A
4	2021-10-21	买入	49.90	N/A
5	2022-03-23	买入	46.39	N/A
6	2022-04-28	买入	37.08	N/A
7	2022-08-26	买入	39.56	N/A
8	2022-10-28	买入	37.35	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402