福莱特（601865）年报预告点评

业绩预告超预期，双玻+大尺寸明年锦上添花

买入（维持）

2020 年 12 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,807	6,139	9,599	12,539
同比（%）	56.89%	27.72%	56.35%	30.63%
归母净利润（百万元）	717	1586	2519	3135
同比（%）	76.09%	121.08%	58.84%	24.45%
每股收益（元/股）	0.37	0.81	1.29	1.60
P/E（倍）	95.92	43.39	27.31	21.95

投资要点

- **公司 2020 年业绩预增 109.21%～131.52%，超市场预期：**公司发布 2020 年全年业绩预告，20 年全年实现归属母公司净利润 15.0-16.6 亿元，同比增长 109.21%～131.52%，其中 Q4 预计为 6.88~8.48 亿元，环比增长 96.01%~141.60%，同比增长 227.62%~303.81%，超市场预期。
- **疫情影响供给释放+全球需求超预期，福莱特 Q4 毛利率史上最高：**Q4 玻璃高位主要因为龙头产能释放受疫情影响迟滞，同时国内、海外需求均超预期带来短期供需错配：1）需求端看，国内 1-11 月装机 25.9GW，同增 36.5%，其中 10、11 月同比大增 308.8%、118.5%；海外据 Solarzoom 数据，1~11 月组件出口 67.4GW，同增 8.9%，其中 10、11 月同比大增 52.4%、63.2%；2）供给端看，受疫情影响，福莱特越南 2 条 1000 吨/日产线受疫情影响推迟至 20Q4 和 21 年 Q1 投产（原定 20 年上半年一条下半年一条），信义芜湖 2 条 1000 吨产线推迟至 21 年 Q1 投产（原定 20 年 Q4 和年底）。需求高增长叠加双玻渗透率提升，推动玻璃价格迅速上涨。考虑到天然气 Q4 价格显著上涨，纯碱价格回落形成部分对冲，总体成本环比 Q3 略有上升，经测算：1）单玻：3.2mm 玻璃按 44 元/平计算，龙头毛利率约 62%；2）2.0mm 玻璃按 34 元/平计算，测算龙头毛利率约 61%，创历史新高。
- **定增+转债加码扩产，龙头地位强化：**目前公司产能为 6400 吨/日（4*1000 吨+4*600 吨），其中越南一线 1000 吨 20Q4 点火，嘉兴一条 600 吨产线 20 年 5 月下旬开始冷修，预计 21Q1 点火。目前在建项目中：1）越南二线 1000 吨窑炉在建，计划 21 年 Q1 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年陆续点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一座。预计明年年末公司光伏玻璃产能达到 11000 吨/日，同比接近翻倍，龙头地位进一步强化。
- **双玻+大尺寸双α，明年锦上添花：**1）结构性α1—双玻：2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，毛利率更高；受益于 2.0 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，Q1-Q3 公司双玻占比分别 15%+、20+、30%+，Q4 玻璃偏紧双玻受限，双玻占比环比 Q3 略增，明年随着玻璃供需紧张逐步缓解，双玻再提速，预计全年占比达到 45%。2）结构性α2—大尺寸：今年玻璃高盈利刺激大扩产，预计明年上半年产能仍偏紧，下半年逐步缓解，但由于老线无法做大尺寸玻璃，预计明年全年大尺寸玻璃供需仍紧，盈利明显分化，目前大尺寸玻璃溢价 3 元/平米。公司 20 年+21 年新产能均能做大尺寸，产能规模占比超 50%，充分受益大尺寸。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：15.86、25.19、31.35 亿元，同比+121.08%、58.84%、24.45%，对应 EPS 为 0.81、1.29、1.60 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**装机不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.19
一年最低/最高价	10.15/44.81
市净率(倍)	13.24
流通 A 股市值(百万元)	11999.09

基础数据

每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	53.25
总股本(百万股)	1954.60
流通 A 股(百万股)	340.98

相关研究

1、《福莱特（601865）三季报业绩点评 点评：毛利率持续提升，产能加码龙头强者恒强》2020-10-28

2、《福莱特（601865）半年报业绩点评：福莱特 20H1 光伏玻璃毛利率 40%超预期，产能加码未来可期》2020-08-05

3、《福莱特（601865）：半年报业绩同比增长 60%~80%，产能加码未来可期》2020-07-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司 2020 年业绩预增 109.21%～131.52%，超市场预期：公司发布 2020 年全年业绩预告，20 年全年实现归属母公司净利润 15.0-16.6 亿元，同比增长 109.21%～131.52%，其中 Q4 预计为 6.88~8.48 亿元，环比增长 96.01%~141.60%，同比增长 227.62%~303.81%，超市场预期。

表 1：公司 2020 年业绩预增 109.21%～131.52%

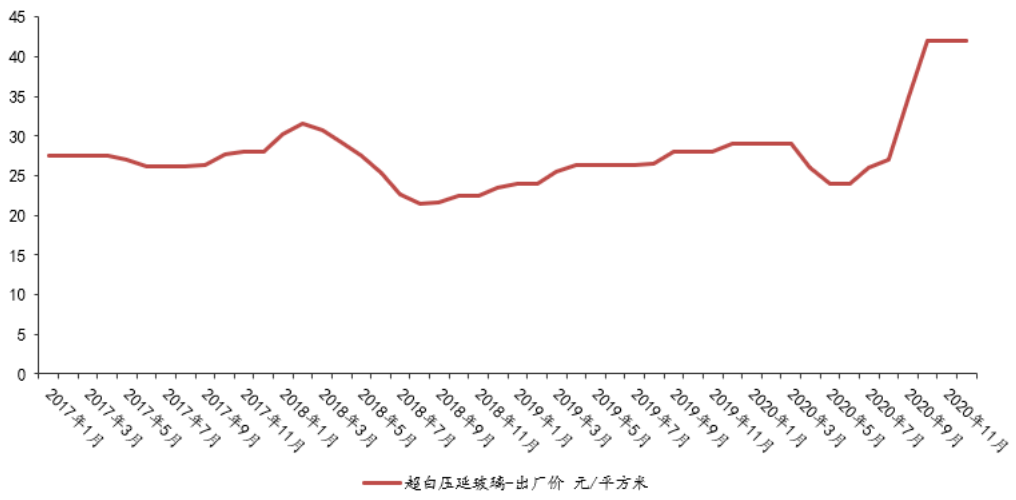
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4中值	20Q4E	2020E	2020E中值
营收（亿元）	9.32	11.03	13.46	14.26	12.03	12.93	15.20	20.34	17.84~22.84	58.00~63.00	60.50
同比(%)					29.1%	17.2%	12.9%	42.6%	25.11%~60.17%	20.66%~31.06%	26%
归母净利润（亿元）	1.09	1.52	2.46	2.10	2.15	2.46	3.51	7.68	6.88~8.48	15.00~16.60	15.80
同比(%)					97.2%	61.8%	42.7%	265.7%	227.62%~303.81%	109.21%~131.52%	120.4%
扣非归母净利润（亿元）	0.97	1.39	2.41	2.11	2.09	2.43	3.41	7.62	6.82~8.42	14.75~16.35	15.55
同比(%)					115.5%	74.8%	41.5%	261.1%	182.99%~249.38%	114.39%~137.65%	126.0%
归母净利润/营收	11.7%	13.8%	18.3%	14.7%	17.9%	19.0%	23.1%	37.8%	33.82%~41.69%	24.79%~27.44%	26.1%

数据来源：wind，东吴证券研究所

疫情影响供给释放+全球需求超预期，福莱特 Q4 毛利率史上最高：Q4 玻璃高位主要因为龙头产能释放受疫情影响迟滞，同时国内、海外需求均超预期带来短期供需错配：1）需求端看，国内 1-11 月装机 25.9GW，同增 36.5%，其中 10、11 月同比大增 308.8%、118.5%；海外据 Solarzoom 数据，1~11 月组件出口 67.4GW，同增 8.9%，其中 10、11 月同比大增 52.4%、63.2%；2）供给端看，受疫情影响，福莱特越南 2 条 1000 吨/日产线受疫情影响推迟至 20Q4 和 21 年 Q1 投产（原定 20 年上半年一条下半年一条），信义芜湖 2 条 1000 吨产线推迟至 21 年 Q1 投产（原定 20 年 Q4 和年底）。需求高增长叠加双玻渗透率提升，推动玻璃价格迅速上涨。

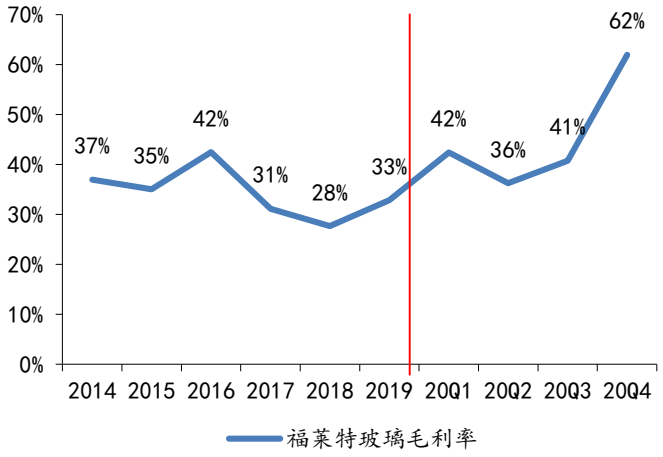
考虑到天然气 Q4 价格显著上涨，纯碱价格回落形成部分对冲，总体成本环比 Q3 略有上升，经测算：1）单玻：3.2mm 玻璃按 44 元/平计算，龙头毛利率约 62%；2）2.0mm 玻璃按 34 元/平计算，测算龙头毛利率约 61%，创历史新高。

图 1：光伏玻璃 Q4 价格不断上涨（元/平方米）



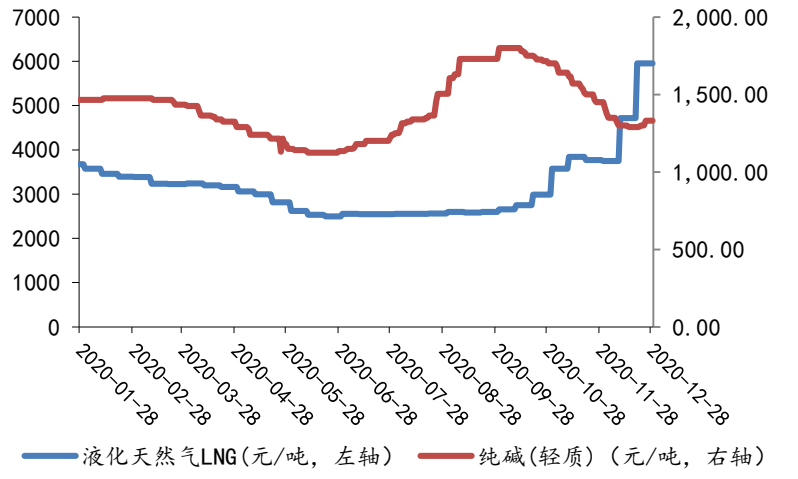
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 2：福莱特毛利率创历史新高



数据来源：wind，东吴证券研究所测算

图 3：纯碱价格 Q4 下行，天然气上行（元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

定增+转债加码扩产，龙头地位强化：目前公司产能为 6400 吨/日（4*1000 吨+4*600 吨），其中越南一线 1000 吨 20Q4 点火，嘉兴一条 600 吨产线 20 年 5 月下旬开始冷修，预计 21Q1 点火。目前在建项目中：1）越南二线 1000 吨窑炉在建，计划 21 年 Q1 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年陆续点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一座。预计明年年末公司光伏玻璃产能达到 11000 吨/日，同比接近翻倍，龙头地位进一步强化。

图 4：福莱特扩产计划

	2017 年	2018 年	2019 年年底	2020 年年底	2021 年底	2022 年底
福莱特产能分布及扩产计划						
浙江嘉兴一线	300	300	600	600	600	600
浙江嘉兴二线	300	300	--	--	--	--
浙江嘉兴三线	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴四线	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴五线	600	600	600	600	600	600
安徽凤阳一线	1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳二线		1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳三线			1000	1000	1000	1000
越南一线				1000	1000	1000
越南二线					1000	1000
安徽凤阳四线（19 年转债项目）					1200	1200
安徽凤阳五线（19 年转债项目）					1200	1200
安徽凤阳六线（20 年定增项目）					1200	1200
安徽凤阳七线（20 年定增项目）						1200
名义产能	**3400**	**4400**	**5400**	**6400**	**11000**	**12200**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

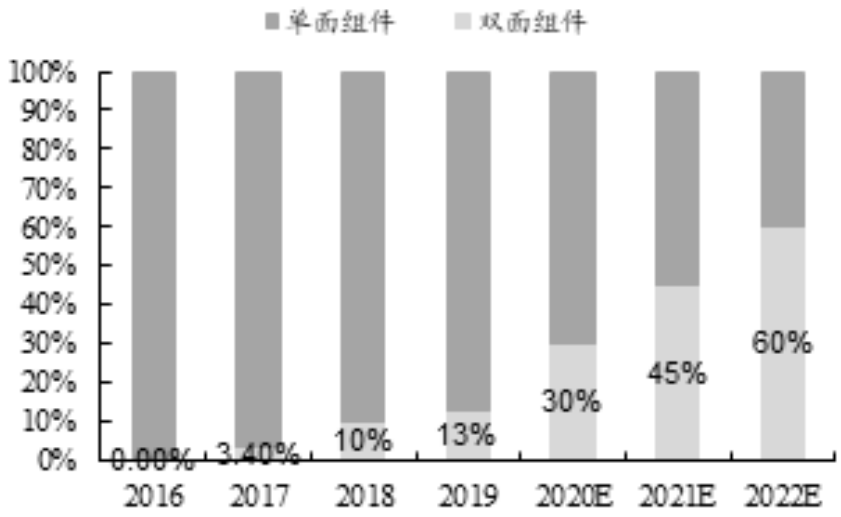
表 2：转债+定增助力扩产

类型	募资	募投项目	投资总额（万元）	投入募集资金金额（万元）
可转债	14.50 亿元	年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃项目	175,168.36	145,000.00
非公开发行股票	25 亿元	年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃二期项目	163,260.98	140,000.00
		年产 4,200 万平方光伏背板玻璃项目	53,860.12	32,000.00
		补充流动资金	75,000.00	75,000.00

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

双玻+大尺寸双α，明年锦上添花：1）结构性α1—双玻：2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，毛利率更高；受益于 2.0 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，Q1-Q3 公司双玻占比分别 15%+、20+、30%+，Q4 玻璃偏紧双玻受限，双玻占比环比 Q3 略增，明年随着玻璃供需紧张逐步缓解，双玻再提速，预计全年占比达到 45%。2）结构性α2—大尺寸：今年玻璃高盈利刺激大扩产，预计明年上半年产能仍偏紧，下半年逐步缓解，但由于老线无法做大尺寸玻璃，预计明年全年大尺寸玻璃供需仍紧，盈利明显分化，目前大尺寸玻璃溢价 3 元/平米。公司 20 年+21 年新产能均能做大尺寸，产能规模占比超 50%，充分受益大尺寸。

图 5：双玻占比不断提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：15.86、25.19、31.35 亿元，同比+121.08%、 58.84%、24.45%，对应 EPS 为 0.81、1.29、1.60 元。维持“买入”评级。

风险提示：装机不及预期的风险，竞争加剧的风险。

福莱特三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4452.7**	**5263.4**	**7848.3**	**10036.9**
现金	613.0	600.0	632.0	615.0
应收款项	3087.3	3700.4	5785.5	7557.9
存货	483.6	471.8	731.3	991.3
其他	268.8	491.2	699.4	872.7
非流动资产	**4939.5**	**5912.2**	**6867.7**	**7811.2**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4007.5	4994.4	5964.2	6921.8
无形资产	427.1	412.9	398.7	384.4
其他	504.9	504.9	504.9	504.9
资产总计	**9392.3**	**11175.6**	**14716.0**	**17848.1**
流动负债	**4454.1**	**4949.5**	**6444.3**	**6530.6**
短期借款	2028.3	2521.5	2753.2	1783.2
应付账款	2193.3	2264.5	3334.5	4294.3
其他	232.6	163.5	356.5	453.1
非流动负债	**425.3**	**425.3**	**425.3**	**925.3**
长期借款	281.9	281.9	281.9	281.9
其他	143.4	143.4	143.4	643.4
负债总计	**4879.4**	**5374.9**	**6869.6**	**7455.9**
少数股东权益	0.0	19.3	50.0	88.2
归属母公司股东权益	4512.9	5781.4	7796.4	10304.0
负债和股东权益总计	**9392.3**	**11175.6**	**14716.0**	**17848.1**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4806.8**	**6139.4**	**9598.7**	**12539.3**
营业成本	3289.7	3443.9	5338.2	7236.5
营业税金及附加	35.0	43.0	86.4	112.9
营业费用	255.1	307.0	479.9	589.3
管理费用	146.4	351.9	542.2	703.9
财务费用	53.1	109.6	127.5	121.3
投资**净收益**	6.9	10.0	12.0	14.4
其他	-188.3	24.2	26.2	26.2
营业利润	**846.0**	**1918.2**	**3062.8**	**3816.0**
营业外净收支	16.7	18.0	18.0	18.0
利润总额	**862.7**	**1936.2**	**3080.8**	**3834.0**
所得税费用	145.4	326.4	523.7	651.8
少数股东损益	0.0	24.1	38.4	47.7
归属母公司净利润	**717.2**	**1585.7**	**2518.7**	**3134.5**
EBIT	1140.5	2007.9	3166.3	3910.9
EBITDA	1468.2	2214.1	3443.5	4254.0

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	510.2	965.1	1524.7	2354.4
投资活动现金流	-1247.8	-1154.3	-1220.7	-1274.5
筹资活动现金流	684.0	176.1	-272.1	-1096.9
现金净增加额	-49.7	-13.0	32.0	-17.0
折旧和摊销	327.7	206.3	277.2	343.0
资本开支	-1203.0	-1154.3	-1220.7	-1274.5
营运资本变动	-801.6	-836.1	-1289.8	-1149.4
企业自由现金流	-544.7	-114.7	394.7	1165.3

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.37	0.81	1.29	1.60
每股净资产(元)	2.31	2.96	3.99	5.27
发行在外股份(百万股)	1950.0	1954.6	1954.6	1954.6
ROIC(%)	15.1%	21.6%	27.0%	27.2%
ROE(%)	15.9%	27.4%	32.3%	30.4%
毛利率(%)	31.6%	43.9%	44.4%	42.3%
EBIT Margin(%)	23.7%	32.7%	33.0%	31.2%
销售净利率(%)	14.9%	25.8%	26.2%	25.0%
资产负债率(%)	52.0%	48.1%	46.7%	41.8%
收入增长率(%)	56.9%	27.7%	56.3%	30.6%
净利润增长率(%)	76.1%	121.1%	58.8%	24.4%
P/E	95.92	43.39	27.31	21.95
P/B	15.24	11.90	8.82	6.68
EV/EBITDA	50.18	33.50	21.97	17.92

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn