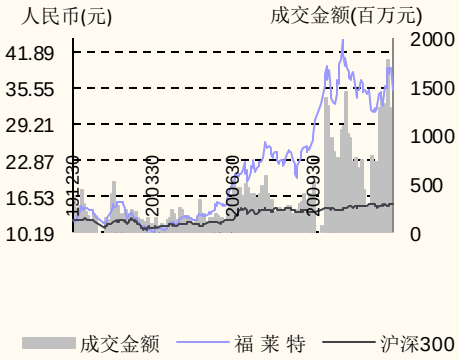
福莱特 (601865.SH、06865.HK) 买入（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）：35.19 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	19.55
已上市流通 A 股(亿股)	3.41
流通港股(亿股)	4.50
总市值(亿元)	687.82
年内股价最高最低(元)	44.36/10.19
沪深 300 指数	5043
上证指数	3379



相关报告

1.《光伏玻璃提价超预期，龙头盈利增长高歌猛进-福莱特 2020 三季...》，2020.10.28

2.《光伏玻璃景气向上，扩产提份额驶入快车道-福莱特 2020 半年报...》，2020.8.5

3.《半年度业绩超预期，双玻渗透提速多角度利好-福莱特 2020 半年...》，2020.7.1

4.《融资提速助扩产，巩固龙头地位维护竞争格局-福莱特 A 股增发预案...》，2020.6.14

5.《股权激励绑定核心人才巩固竞争力谋长期发展-福莱特股权激励计划...》，2020.4.30

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

宇文甸 联系人

年度业绩预告超预期，2021 产能加速释放

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.226	0.368	0.820	1.399	1.849
每股净资产(元)	8.15	9.26	9.95	14.15	19.75
每股经营性现金流(元)	0.96	1.04	2.41	3.40	4.41
市盈率(倍)	155.51	95.67	42.93	25.15	19.03
净利润增长率(%)	-4.50%	76.09%	123.43%	70.72%	32.12%
净资产收益率(%)	11.10%	15.89%	25.25%	30.34%	28.71%
总股本(百万股)	1,800.00	1,950.00	1,955.00	1,955.00	1,955.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 12 月 29 日发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 15-16.6 亿元，同比增长 109.20%-131.52%，超出市场预期，且略超我们的全年盈利预测；预计 2020Q4 实现归母净利润 6.88-8.48 亿元，环比增长 96%-141.6%。

经营分析

- **Q4 涨价推升盈利水平，2021 年光伏压延玻璃供需“总量紧，趋势松”：**四季度以来 3.2mm 和 2.0mm 光伏压延镀膜玻璃大厂主流报价分别从 35 和 28 元/平米上涨到 42 和 35 元/平米，此后小厂及散单价格仍有继续上涨，大厂主流价格则维持高位至今，驱动公司四季度业绩同环比高增。12 月 17 日公司越南 1000 t/d 产线和嘉兴 600t/d 冷修产线同时点火投产，截至目前在产产能合计约 6400t/d，预计 2021 年每个季度将释放约 1000-1200t/d 产能，到明年年底总产能将达到 1.1-1.2 万 t/d，较今年底增长 72%-87%，2021 全年融化量则预计同比增长约 50%。展望 2021 年光伏压延玻璃有效产能增幅仍低于预期需求增幅，即使考虑超白浮法玻璃在背板的部分应用，全年供需仍然偏紧，新增供给从 Q2 开始的加速释放将驱动光伏压延玻璃价格逐步回归合理，但 2021 全年均价仍有望高于今年。
- **宽幅玻璃产能占比将超过 55%，2021 年有望享受大尺寸溢价：**2020 及 2021 年新投产玻璃产线才具备经济生产 182/210 组件用宽幅玻璃的能力，40%双玻比例假设下，2021 年约可以供应 50GW 左右大尺寸组件需求，显著小于目前组件企业对应大尺寸产能，因此预计宽幅玻璃在 2021 年仍将因供不应求享有显著的溢价。公司到 2021 年底宽幅玻璃产能占比将达到 55%以上，有望充分享受大尺寸产品溢价带来的超额利润。
- **产能置换政策修订落地，龙头扩产松绑，加速行业格局改善及光伏行业降本：**光伏压延玻璃产能指标放开对 2021 年行业供给几无影响，此外，碳达峰/碳中和大背景下，能耗、排放指标的获取仍然是光伏玻璃产能扩张的重要壁垒。在产能置换要求取消后，代表行业先进生产力的光伏压延玻璃龙头企业在技术、资源、资金、区位等方面的优势将被放大，落后产能淘汰和行业格局优化将提速，同时也将有助于光伏行业的持续降本和竞争力提升。

盈利调整与投资建议

- 考虑业绩预告超预期、产能置换政策修订等影响，我们上调公司 2020-22E 年净利润至 16.0（+12%）、27.4（+13%）、36.1（+14%）亿元，对应 EPS 分别为 0.82、1.40、1.85 元，公司当前 A/H 股价分别对应 2021 年 25/18 倍 PE，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：光伏新增装机不及预期；公司产能建设进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,991**	**3,064**	**4,807**	**6,461**	**9,598**	**14,235**
增长率		*2.4%*	*56.9%*	*34.4%*	*48.5%*	*48.3%*
主营业务成本	-2,128	-2,233	-3,290	-3,649	-5,261	-8,466
% 销售收入	*71.1%*	*72.9%*	*68.4%*	*56.5%*	*54.8%*	*59.5%*
毛利	863	831	1,517	2,812	4,338	5,769
% 销售收入	*28.9%*	*27.1%*	*31.6%*	*43.5%*	*45.2%*	*40.5%*
营业税金及附加	-35	-29	-35	-45	-67	-100
% 销售收入	*1.2%*	*0.9%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-138	-128	-255	-297	-442	-669
% 销售收入	*4.6%*	*4.2%*	*5.3%*	*4.6%*	*4.6%*	*4.7%*
管理费用	-103	-118	-121	-155	-221	-313
% 销售收入	*3.4%*	*3.8%*	*2.5%*	*2.4%*	*2.3%*	*2.2%*
息税前利润（EBIT）	588	556	1,105	2,315	3,608	4,687
% 销售收入	*19.6%*	*18.2%*	*23.0%*	*35.8%*	*37.6%*	*32.9%*
财务费用	-28	-2	-53	-61	-35	-14
% 销售收入	*1.0%*	*0.1%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.4%*	*0.1%*
资产减值损失	9	-3	-15	-60	-22	-46
公允价值变动收益	-7	13	-5	-5	0	0
投资收益	0	-16	7	10	10	10
% 税前利润	*n.a*	*n.a*	*0.8%*	*0.5%*	*0.3%*	*0.2%*
营业利润	492	459	846	1,927	3,301	4,366
营业利润率	*16.4%*	*15.0%*	*17.6%*	*29.8%*	*34.4%*	*30.7%*
营业外收支	4	8	17	15	15	15
税前利润	**496**	**466**	**863**	**1,942**	**3,316**	**4,381**
利润率	*16.6%*	*15.2%*	*17.9%*	*30.1%*	*34.5%*	*30.8%*
所得税	-69	-59	-145	-340	-580	-767
所得税率	*14.0%*	*12.6%*	*16.9%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.5%*
净利润	427	407	717	1,603	2,736	3,614
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	**427**	**407**	**717**	**1,603**	**2,736**	**3,614**
净利率	*14.3%*	*13.3%*	*14.9%*	*24.8%*	*28.5%*	*25.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	427	407	717	1,603	2,736	3,614
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	226	257	342	71	34	58
非经营收益	20	34	158	-85	-9	-19
营运资金变动	-352	-268	-712	-54	-592	-839
经营活动现金净流	**320**	**431**	**506**	**1,535**	**2,169**	**2,814**
资本开支	-551	-1,250	-1,285	-973	-1,325	-1,328
投资	20	4	0	-5	0	0
其他	2	-57	37	10	10	10
投资活动现金净流	**-529**	**-1,303**	**-1,248**	**-968**	**-1,315**	**-1,318**
股权募资	0	0	270	255	0	0
债权募资	742	494	663	-885	-571	-204
其他	-293	-43	-245	-87	-100	-65
筹资活动现金净流	**449**	**451**	**688**	**-717**	**-671**	**-269**
现金净流量	**240**	**-421**	**-54**	**-150**	**183**	**1,227**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,085	683	613	463	646	1,873
应收款项	1,442	1,734	3,087	3,101	4,616	6,845
存货	268	377	484	550	785	1,250
其他流动资产	147	253	269	281	334	440
流动资产	2,941	3,047	4,453	4,394	6,381	10,409
% 总资产	*49.4%*	*43.8%*	*47.4%*	*42.5%*	*46.7%*	*54.7%*
长期投资	29	23	22	22	22	22
固定资产	2,170	3,129	4,007	5,087	6,382	7,677
% 总资产	*36.4%*	*45.0%*	*42.7%*	*49.2%*	*46.7%*	*40.3%*
无形资产	536	540	623	632	641	647
非流动资产	3,014	3,906	4,940	5,936	7,280	8,621
% 总资产	*50.6%*	*56.2%*	*52.6%*	*57.5%*	*53.3%*	*45.3%*
资产总计	**5,956**	**6,954**	**9,392**	**10,330**	**13,660**	**19,031**
短期借款	399	652	2,028	1,149	571	379
应付款项	1,416	1,473	2,234	1,926	2,775	4,464
其他流动负债	154	124	192	578	957	1,272
流动负债	1,969	2,250	4,454	3,653	4,303	6,115
长期贷款	688	989	282	282	282	282
其他长期负债	49	45	143	50	58	46
负债	**2,705**	**3,285**	**4,879**	**3,985**	**4,643**	**6,443**
普通股股东权益	3,250	3,669	4,513	6,346	9,018	12,588
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,956**	**6,954**	**9,392**	**10,330**	**13,660**	**19,031**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.237	0.226	0.368	0.820	1.399	1.849
每股净资产	7.223	8.153	9.257	9.954	14.146	19.745
每股经营现金净流	0.711	0.958	1.037	2.408	3.402	4.414
每股股利	0.070	0.100	0.020	0.020	0.100	0.070
回报率						
净资产收益率	13.12%	11.10%	15.89%	25.25%	30.34%	28.71%
总资产收益率	7.16%	5.86%	7.64%	15.51%	20.03%	18.99%
投入资本收益率	9.75%	7.29%	10.84%	21.90%	27.82%	27.32%
增长率						
主营业务收入增长率	0.81%	2.42%	56.89%	34.42%	48.55%	48.31%
EBIT增长率	-43.83%	-9.89%	103.43%	129.08%	61.19%	31.80%
净利润增长率	-39.63%	-4.50%	76.09%	123.43%	70.72%	32.12%
总资产增长率	33.33%	16.76%	35.07%	9.99%	32.24%	39.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.9	79.1	73.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	45.0	52.7	47.8	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	145.9	185.1	170.4	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	179.3	258.1	233.2	230.0	200.4	165.9
偿债能力						
净负债/股东权益	0.04%	25.96%	37.58%	15.24%	2.28%	-9.64%
EBIT利息保障倍数	17.3	274.9	17.0	34.1	96.1	310.4
资产负债率	45.42%	47.24%	51.95%	38.57%	33.99%	33.86%

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	1	3	4	16	43
增持	1	2	2	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.40**	**1.33**	**1.41**	**1.00**

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	2019-10-25	买入	9.64	N/A
2	2020-03-27	买入	10.61	N/A
3	2020-04-20	买入	11.67	N/A
4	2020-04-30	买入	12.60	N/A
5	2020-06-14	买入	15.70	N/A
6	2020-07-01	买入	18.80	N/A
7	2020-08-05	买入	25.74	N/A
8	2020-10-28	买入	37.14	N/A

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，不作为或被视为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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402