福莱特（601865）三季报业绩点评

毛利率持续提升，产能加码龙头强者恒强

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

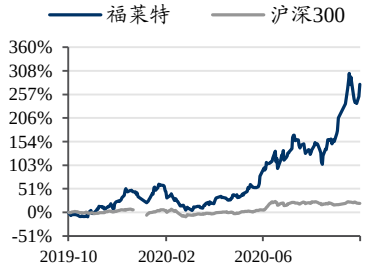
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,807	5,792	9,087	11,899
同比（%）	56.89%	20.50%	56.90%	30.94%
归母净利润（百万元）	717	1296	2343	2933
同比（%）	76.09%	80.72%	80.80%	25.17%
每股收益（元/股）	0.37	0.66	1.20	1.50
P/E（倍）	100.97	55.87	30.90	24.69

投资要点

- **公司 Q1-3 业绩 8.12 亿元，同比增长 59.9%，超预期：**公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%；实现归属母公司净利润 8.12 亿元，同比增长 59.94%，对应 EPS 为 0.42 元。其中 2020Q3，实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 12.96%，环比增长 17.57%；实现归属母公司净利润 3.51 亿元，同比增长 42.59%，环比增长 42.86%。
- **Q3 光伏玻璃量价齐升，Q4 及明年有望持续高增：**2020Q3 公司光伏玻璃销量约 0.53 亿平，在嘉兴 600 吨/日老线 5 月底开始冷修情况下公司销量环比增长 5%左右的原因在于成片率的提升、双玻占比的提升及库存消化。同时由于 Q3 国内海外装机均环比高增长，同时受疫情影响龙头产能释放推迟，短时间内供需错配致价格调涨，光伏玻璃 7 月、9 月 2 次提价，推动公司 Q3 玻璃出货价格环比提升。Q4 看旺季来临，玻璃供需持续紧张，当前时点，福莱特、信义 3.2mm 报价 35 元/平米，部分小厂报价已涨至 40 元/平米。明年看，考虑到产能释放年度均匀分布，且玻璃产能需要爬坡，有效产能增加预计 20%左右，而明年预计全球需求增速在 30+%，远超供给增速，预计玻璃供需持续紧张。
- **双玻化&需求强劲价格调涨&燃料成本下降，毛利率超预期提升至 45%+：**Q3 公司光伏玻璃毛利率约 45%，环比增长 7-8pct。毛利率大幅提升主要是由于：1）高毛利率的 2.0mm 玻璃占比提升；2）需求强劲价格调涨；3）燃料成本环比下行，同时公司 Q3 参股嘉兴最大天然气运营公司嘉兴燃气，成本下降比例预计更高。重油 Q3 成本持续处于低位。明年看，公司盈利能力强势：1）新产能逐步释放：公司越南、安徽产能超 1000t/d 大窑炉逐步释放，预计成本进一步下降。2）受益大尺寸趋势：大尺寸玻璃有溢价，目前比常规玻璃贵 3 元/平，预计随着明年大尺寸占比迅速提升，公司充分受益。
- **产能置换政策征求意见稿出台，新增产能门槛高，龙头地位强化。**10 月 22 日，工信部下发关于征求《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》意见的函，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃，其中包括光伏玻璃，确有必要新建的产能必须实施减量或等量置换，若该政策落地，国内产能扩张受限，玻璃行业供需将进一步收紧，产能置换政策拉高扩产门槛，龙头地位强化！
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：12.96、23.43、29.33 亿元，同比+80.72%、80.80%、25.17%，对应 EPS 为 0.66、1.20、1.50 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，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)	37.14
一年最低/最高价	8.79/41.80
市净率(倍)	13.02
流通 A 股市值(百万元)	12664.00

基础数据

每股净资产(元)	2.72
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）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

2、《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

3、《福莱特（601865）年报点评：Q1 毛利率创新高，产能加码未来可期》2020-04-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司 Q1-3 业绩 8.12 亿元，同比增长 59.9%，超预期：公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%；实现归属母公司净利润 8.12 亿元，同比增长 59.94%，对应 EPS 为 0.42 元。其中 2020Q3，实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 12.96%，环比增长 17.57%；实现归属母公司净利润 3.51 亿元，同比增长 42.59%，环比增长 42.86%，Q1-3 归母净利率为 20.21%，同比上升 5.20pct。Q3 对应 EPS 为 0.72 元。Q3 归母净利率 23.08%，同比上升 4.80pct，环比上升 4.09pct。收入和利润增长超预期。

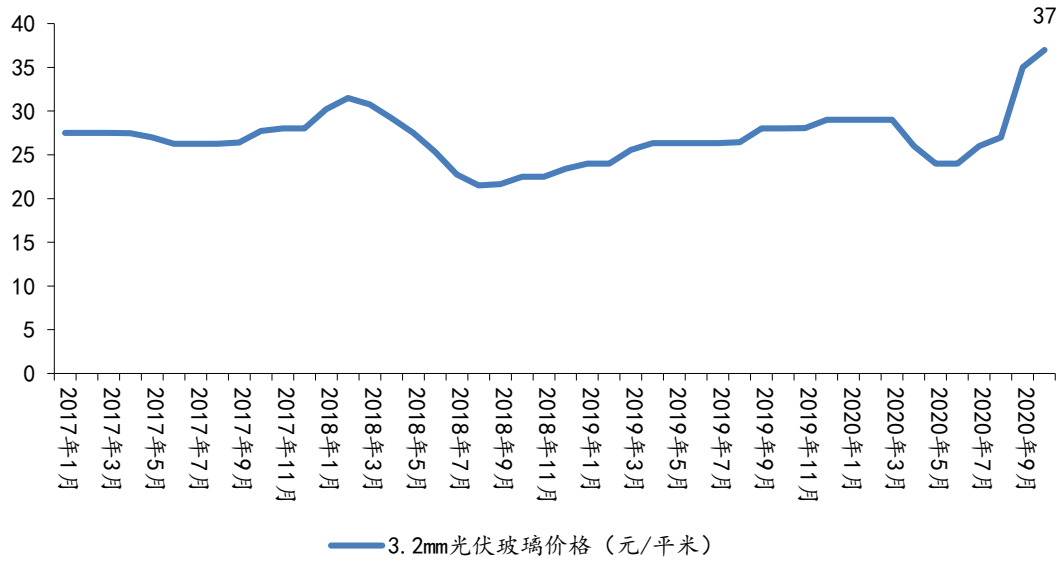
表 1：Q1-3 收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%；盈利 8.12 亿元，同比增长 59.94%

福莱特	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	40.17	33.81	18.8%	15.20	13.46	13.0%	12.93	17.6%
毛利率	39.86%	30.17%	9.68%	42.69%	33.23%	9.46%	36.51%	6.17%
营业利润	9.91	6.02	64.5%	4.29	3.00	42.8%	2.95	45.2%
利润总额	9.97	6.15	62.2%	4.32	3.04	41.9%	2.97	45.2%
归属母公司净利润	8.12	5.08	59.9%	3.51	2.46	42.6%	2.46	42.9%
扣非归母净利润	7.93	4.77	66.2%	3.41	2.41	41.2%	2.43	39.9%
归母净利率	20.21%	15.01%	5.20pct	23.08%	18.29%	4.80pct	19.00%	4.09pct
股本	19.55	19.50	-	4.89	4.88	-	4.88	-
EPS	0.42	0.26	59.6%	0.72	0.50	42.3%	0.50	42.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

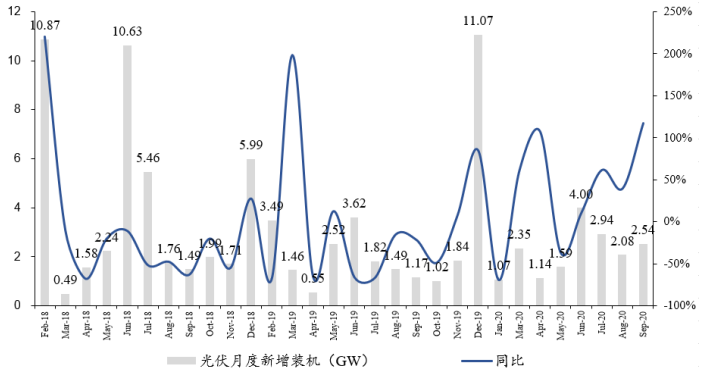
Q3 光伏玻璃量价齐升，Q4 及明年有望持续高增：2020Q3 公司光伏玻璃销量约 0.53 亿平，在嘉兴 600 吨/日老线 5 月底开始冷修情况下公司销量环比增长 5%左右的原因在于成片率的提升、双玻占比的提升及库存消化。同时由于 Q3 国内海外装机均环比高增长，同时受疫情影响龙头产能释放推迟，短时间内供需错配致价格调涨，光伏玻璃 7 月、9 月 2 次提价，推动公司 Q3 玻璃出货价格环比提升。Q4 看旺季来临，玻璃供需持续紧张，当前时点，福莱特、信义 3.2mm 报价 35 元/平米，部分小厂报价已涨至 40 元/平米。明年看，考虑到产能释放年度均匀分布，且玻璃产能需要爬坡，有效产能增加预计 20%左右，而明年预计全球需求增速在 30+%，远超供给增速，我们预计玻璃供需持续紧张。

图 1：光伏玻璃价格（元/平米）



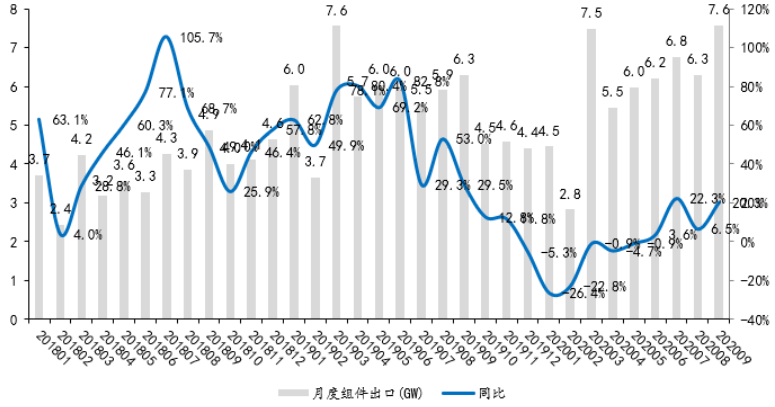
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：国内光伏月度新增装机（GW）



数据来源：能源局，东吴证券研究所

图 3：光伏月度组件出口（GW）



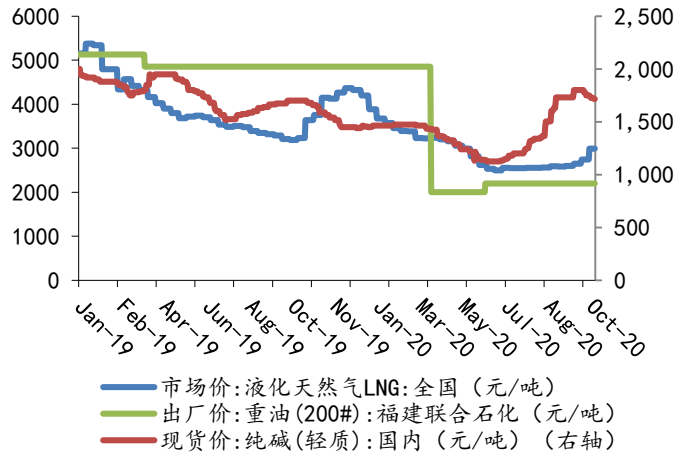
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

双玻化&需求强劲价格调涨&燃料成本下降，毛利率超预期提升至 45%+：Q3 公司光伏玻璃毛利率约 45%，环比增长 7-8pct。毛利率大幅提升主要是由于：**1）高毛利率的 2.0mm 玻璃占比提升**：受益于 2.0 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，Q3 公司 2.0mm 玻璃出货占比约 30%+，环比提升 10pct 左右，由于 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，目前 2.0mm 玻璃毛利率高于 3.2mm 玻璃约 3 个百分点；**2）需求强劲价格调涨：**光伏玻璃 7 月、9 月 2 次提价，推动公司 Q3 玻璃出货价格环比提升；**3）燃料成本**

环比下行：公司燃料主要分为天然气和重油，约占成本的 40%左右，Q3 天然气价格环比显著下降，同时公司 Q3 参股嘉兴最大天然气运营公司嘉兴燃气，成本下降比例预计更高。重油 Q3 成本持续处于低位。

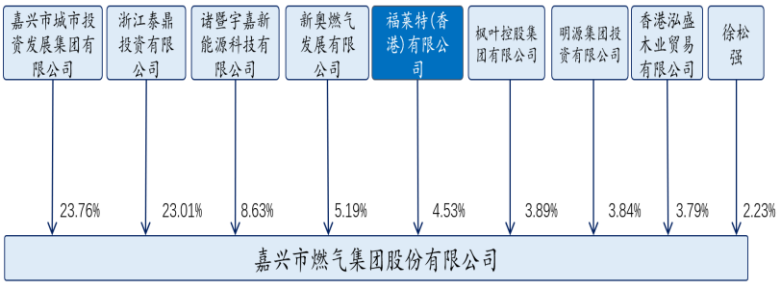
明年看，公司盈利能力强势：1）新产能逐步释放：公司越南、安徽产能超 1000t/d 大窑炉逐步释放，预计成本进一步下降。**2）受益大尺寸趋势：**大尺寸玻璃有溢价，目前比常规玻璃贵 3 元/平，预计随着明年大尺寸占比迅速提升，公司充分受益。

图 4：公司主要原料价格



数据来源：能源局，东吴证券研究所

图 5：嘉兴燃气股权结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持续扩产，强化龙头地位：目前公司产能为 5400 吨/日（3*1000 吨+4*600 吨），其中 600 吨 5 月下旬开始冷修，需 6-9 个月，因此自 5 月份至年底实际在产产能为 4800 吨/日。目前在建项目中：1）越南 2 条 1000 吨窑炉在建，计划 20Q4 点火一座，21 年 Q1 点火一座；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。目前在产产能中，公司及信义 CR2 大约为 55%左右，但新扩产能中公司及信义 CR2 占比大约为 75%，龙头地位持续强化。

图 6：福莱特扩产计划

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	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

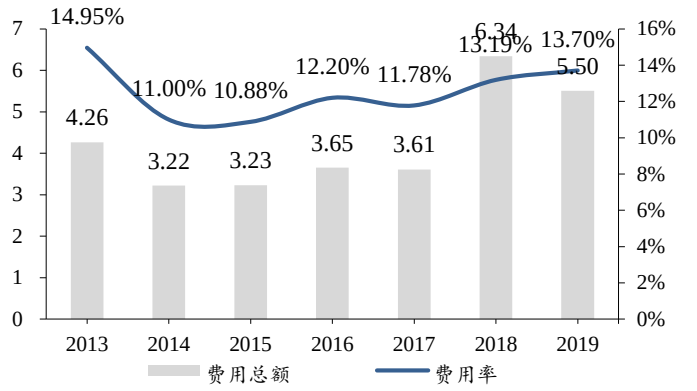
产能置换政策征求意见稿出台，新增产能门槛高，龙头地位强化。10 月 22 日，工信部下发关于征求《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》意见的函，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃，其中包括光伏玻璃，确有必要新建的产能必须实施减量或等量置换，若该政策落地，国内产能扩张受限，玻璃行业供需将进一步收紧，产能置换政策拉高扩产门槛，龙头地位强化！

公司 2020Q1-3 费用同比下降 4.06%至 5.5 亿元，期间费用率下降 3.27 个百分点至 13.70%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 25.33%、上升 25.29%、上升 23.92%、上升 50.03%至 2.13 亿元、2.8 亿元、1.76 亿元、0.58 亿元；费用率分别上升 0.28、下降 3.84、上升 0.18、上升 0.3 个百分点至 5.30%、6.97%、4.38%、1.44%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+3.69%/+85.71%/+102.40%/+10.98%，费用率分别为 5.03%/8.15%/5.01%/1.01%。

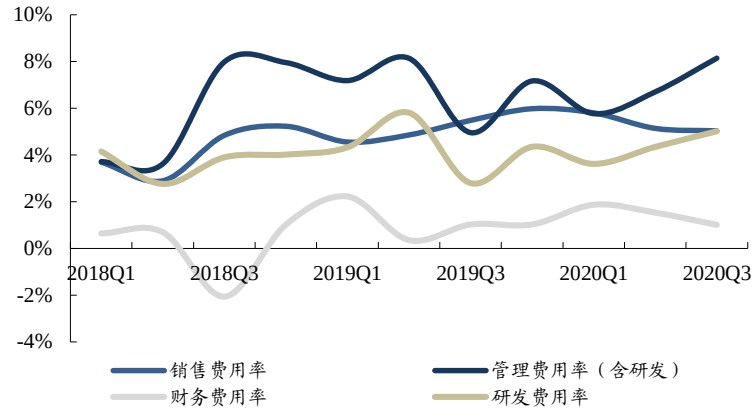
图 7：Q1-3 期间费用 5.5 亿元，同比-4.06%

图 8：Q3 期间费用率 14.19%，同比+2.72pct

请务必阅读正文之后的免责声明部分



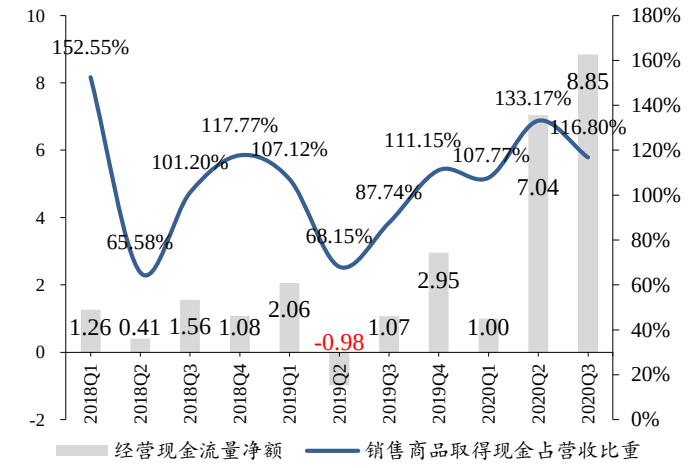
数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

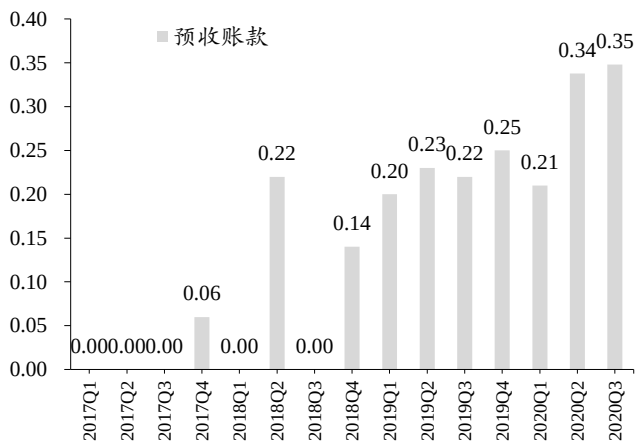
现金流改善，经营效率提升：Q1-3 经营活动现金流量净流入 16.89 亿元，同比增长 684.31%；销售商品取得现金 47.94 亿元，同比增长 63.60%。期末预收款项 0.35 亿元，较期初增长 39.28%。期末应收账款 9.95 亿元，较期初下降 1.12 亿元，应收账款周转天数下降 1.55 天至 70.67 天。期末存货 5.16 亿元，较期初上升 0.33 亿元；存货周转天数上升 8.78 天至 55.87 天。Q3 经营活动现金流量净额 8.85 亿元，有所强化；存货下降 0.66 亿元至 5.16 亿元；应收账款减少 0.39 亿元至 9.95 亿元。

图 9：Q1-3 经营活动现金流量净流入 16.89 亿元，同比+684.31%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

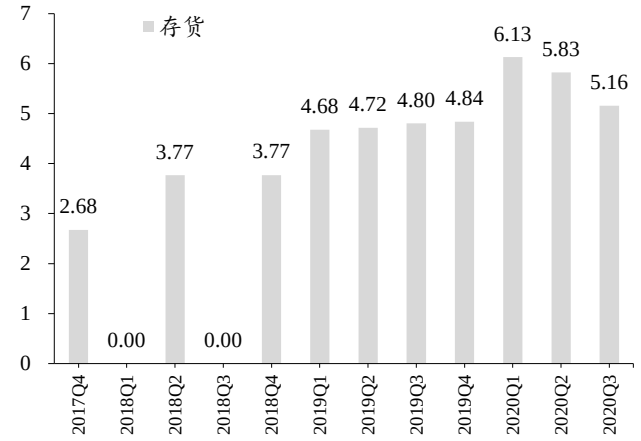
图 10：Q1-3 期末预收款项 0.35 亿元，较期初+39.28%



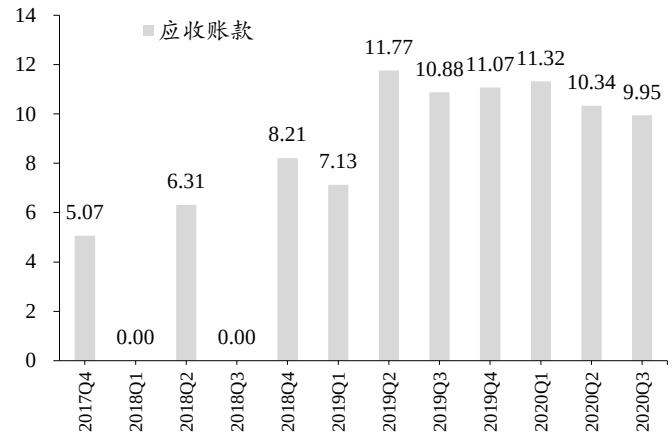
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：Q1-3 期末存货 5.16 亿元，较期初+0.33 亿元

图 12：Q1-3 期末应收账款 9.95 亿元，较期初-1.12 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所



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：12.96、23.43、29.33 亿元，同比+80.72%、 80.80%、25.17%，对应 EPS 为 0.66、1.20、1.50 元。维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等。

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**	**5016.3**	**7458.1**	**9552.7**
现金	613.0	600.0	632.0	615.0
应收款项	3087.3	3491.1	5477.4	7172.1
存货	483.6	461.9	686.5	937.5
其他	268.8	463.4	662.2	828.1
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**	**10928.6**	**14325.8**	**17363.9**
流动负债	**4454.1**	**4937.6**	**6431.5**	**6587.4**
短期借款	2028.3	2557.8	2963.3	2096.9
应付账款	2193.3	2217.1	3130.5	4061.1
其他	232.6	162.7	337.7	429.3
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**	**5362.9**	**6856.8**	**7512.7**
少数股东权益	0.0	15.8	44.3	80.1
归属母公司股东权益	4512.9	5549.8	7424.6	9771.2
负债和股东权益总计	**9392.3**	**10928.6**	**14325.8**	**17363.9**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	510.2	870.9	1315.9	2210.5
投资活动现金流	-1247.8	-1154.3	-1220.7	-1274.5
筹资活动现金流	684.0	270.3	-63.2	-953.0
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	-637.3	-1321.3	-1089.5
企业自由现金流	-544.7	-208.8	190.7	1031.9

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4806.8**	**5792.0**	**9087.4**	**11899.2**
营业成本	3289.7	3371.9	5011.6	6843.5
营业税金及附加	35.0	46.3	81.8	107.1
营业费用	255.1	318.6	454.4	535.5
管理费用	146.4	390.7	559.5	704.4
财务费用	53.1	112.0	135.1	135.8
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**	**1586.8**	**2883.4**	**3613.5**
营业外净收支	16.7	18.0	18.0	18.0
利润总额	**862.7**	**1604.8**	**2901.4**	**3631.5**
所得税费用	145.4	288.9	522.2	653.7
少数股东损益	0.0	19.7	35.7	44.7
归属母公司净利润	**717.2**	**1296.2**	**2343.5**	**2933.2**
EBIT	1140.5	1678.7	2994.4	3722.9
EBITDA	1468.2	1885.0	3271.6	4066.0

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.37	0.66	1.20	1.50
每股净资产(元)	2.31	2.85	3.81	5.01
发行在外股份(百万股)	1950	1954.6	1954.6	1954.6
ROIC(%)	15.1%	18.1%	25.7%	26.0%
ROE(%)	15.9%	23.4%	31.6%	30.0%
毛利率(%)	31.6%	41.8%	44.9%	42.5%
EBIT Margin(%)	23.7%	29.0%	33.0%	31.3%
销售净利率(%)	14.9%	22.4%	25.8%	24.7%
资产负债率(%)	52.0%	49.1%	47.9%	43.3%
收入增长率(%)	56.9%	20.5%	56.9%	30.9%
净利润增长率(%)	76.1%	80.7%	80.8%	25.2%
P/E	100.97	55.87	30.90	24.69
P/B	16.05	13.05	9.75	7.41
EV/EBITDA	52.65	41.27	24.23	19.66

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