公司研究

季报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

业绩符合预期 产能扩张夯实龙头地位

——福莱特（601865.SH）三季报点评　　建筑材料/玻璃制造

申港证券 SHENGANG SECURITIES

评级　　买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

贺朝晖　　分析师

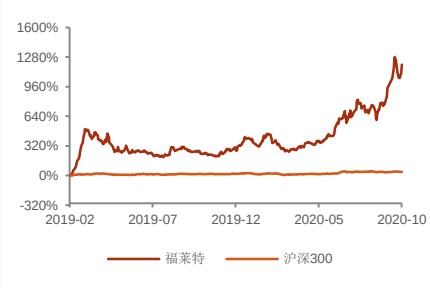
SAC 执业证书编号：S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据	时间 2020.10.27
总市值/流通市值（亿元）	558.81/126.64
总股本（万股）	150,460.0
资产负债率（%）	53.25
每股净资产（元）	2.72
收盘价（元）	37.14
一年内最低价/最高价（元）	8.81/41.8

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《福莱特公司深度研究：光伏玻璃龙头景气中再次起航》2020-09-25

2、《福莱特半年报点评：中报业绩超预期光伏玻璃量价齐升》2020-08-06

事件：

公司发布三季报，2020Q1~3 营业收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%，归母净利润 8.12 亿元，同比增长 59.94%，综合毛利率 39.9%，同比增长 9.68pct，经营性净现金流 16.89 亿元，同比增长 684.31%。

投资摘要：

经营质量及盈利能力快速反弹。公司发布三季报，2020Q1~3 营业收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%，归母净利润 8.12 亿元，同比增长 59.94%，综合毛利率 39.9%，同比增长 9.68pct，经营性净现金流 16.89 亿元，同比增长 684.31%。其中 Q3 单季营收 15.2 亿元，同比增长 13%，归母净利润 3.51 亿元，同比增长 42.6%，为今年各季度最高，综合毛利率 42.7%，同比提升 9.46pct，环比提升 6.2 pct，经营性现金流 8.85 亿元，同比增长 723.2%，体现公司回款能力大幅提升。Q3 公司盈利水平显著提升，现金流大幅改善，经营质量提升显著。

光伏玻璃量价齐升，规模效益凸显，盈利能力提升。在疫情影响减弱情况下，行业需求集中爆发， 2020Q3 光伏装机“淡季不淡”，光伏装机需求旺盛叠加双面组件占比提升，公司光伏玻璃产线稳定放量，出货大幅增长，规模效益凸显，进入稳定收益期。光伏玻璃价格自 8 月起持续上涨，截至报告期末涨幅达 25%，10 月价格已达到历史高点（3.2mm 市场均价 37 元/平，2.0mm 均价 28 元/平），涨幅达 54%，同时光伏玻璃薄片化，进一步提高单吨定价，提升整体盈利水平，预计公司全年综合毛利率 40%以上。

Q4 光伏装机预期打满，双面组件占比快速提升，行业景气度不断提升。国内 Q4 预计装机 18GW，迎来历史最旺单季，2021 年正式进入“十四五”，平价后指标压力将消失，提升能源清洁占比成最强驱动力，预计年新增规模将达 50GW 以上。竞、平价时代双面组件市场认可度提高，2019 年双面市占率 14%，预计 2020 年将提升至 26%，同比提升 12 pct，2025 年达到 60%以上，在光伏行业 Beta 增长的基础上，双面率提升提供了 Alpha 增量，共同助推光伏玻璃需求量大幅提升。

规划未来产能快速扩张，稳固行业领先地位。公司是全球第二大光伏玻璃生产商，市占率超 20%。目前公司建成光伏玻璃原片产能 5400 吨/日，预计 2020~2022 产能将达到 6400、11000、12200 吨/日，继续夯实龙头优势。公司通过上市公司平台积极融资提前布局高效优质产能，募资 14.5 亿的可转债项目投资的安徽凤阳 2 条 1,200 吨/日窑炉预计于 2021 年达产，拟募资 20 亿定增项目投资的安徽凤阳 2 条 1,200 吨/日窑炉预计将于 2021~22 陆续达产，预计 2022 年公司光伏玻璃总产能将达 12,000 吨/日以上。此外公司看好双面双玻市场的长足发展，公司规划于浙江省建设 4,200 万平方光伏背板玻璃项目，快速抢占光伏背板玻璃市场。

光伏玻璃经验技术壁垒高，公司龙头地位稳固。光伏玻璃行业在成本控制、价格与供应等方面存在典型的规模效应：1）光伏玻璃原片产线建设周期较长、初始投资额较高，因此产能规模扩张较慢。2）光伏玻璃认证周期长，客户关系长期稳定。3）玻璃生产的连续性很强、技术壁垒高，头部厂商通过深厚的经验积累，在竞争中具备成本和产品质量优势，强者恒强。光伏玻璃下游客户主要有隆基股份、晶科能源、韩华集团、东方日升等海内外优质组件厂商，为产能稳定放量提供保障。

投资建议：光伏玻璃属于光伏 Beta 行情下，极具 Alpha 属性的优质赛道，需

求刚性叠加双玻趋势，加剧供不应求，仍处于涨价通道。福莱特作为光伏玻璃领域龙头企业，市占率稳居前二，领先行业的优质产能扩张，提升长期竞争力。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 62.98 亿元、91.68 亿元和 112.14 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 13.9 亿元、26.22 亿元和 33.13 亿元，每股收益分别为 0.71 元、1.34 元和 1.69 元，对应 PE 分别为 52.2、27.7、21.9 倍。给予“买入”评级。

风险提示：光伏装机不及预期、产线建设进度不及预期、原材料价格波动、疫情形势波动

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,063.80	4,806.80	6,297.53	9,168.27	11,214.11
增长率（%）	2.42%	56.89%	31.01%	45.59%	22.31%
归母净利润（百万元）	407.31	717.24	1,390.02	2,622.01	3,312.51
增长率（%）	-4.50%	76.09%	93.80%	88.63%	26.33%
净资产收益率（%）	11.10%	15.89%	20.12%	30.18%	30.28%
每股收益(元)	0.23	0.37	0.71	1.34	1.69
PE	161.48	100.38	52.22	27.69	21.92
PB	4.56	4.01	10.51	8.35	6.64

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
主营收入(百万元)	931.67	1102.97	1345.92	1426.25	1203.09	1293.12	1520.37
增长率（%）	37.08%	40.91%	69.17%	77.00%	29.13%	17.24%	12.96%
毛利率（%）	28.27%	28.06%	33.23%	34.85%	39.88%	36.51%	42.69%
期间费用率（%）	13.96%	13.35%	11.46%	14.18%	13.44%	13.38%	14.19%
净利润（百万元）	109.21	152.20	246.10	209.72	215.17	245.64	350.93
增长率（%）	10.89%	33.05%	219.65%	78.58%	97.01%	61.39%	42.59%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.08	0.13	0.11	0.11	0.13	0.18
资产负债率（%）	46.58%	49.11%	48.93%	51.95%	50.61%	53.20%	53.25%
净资产收益率（%）	2.72%	3.72%	5.64%	4.65%	4.55%	4.69%	6.29%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3064**	**4807**	**6298**	**9168**	**11214**
营业成本	**2233**	**3290**	**3668**	**4820**	**5792**
营业税金及附加	29	35	19	28	34
营业费用	128	255	399	534	685
管理费用	118	121	190	254	311
研发费用	113	204	225	247	272
财务费用	2	53	86	90	90
资产减值损失	3	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	13	(5)	0	0	0
投资净收益	(16)	7	2	2	2
营业利润	**459**	**846**	**1728**	**3212**	**4047**
营业外收入	8	17	17	17	17
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	**466**	**863**	**1744**	**3229**	**4064**
所得税	59	145	294	544	685
净利润	**407**	**717**	**1450**	**2685**	**3379**
少数股东损益	0	0	60	63	66
归属母公司净利润	407	717	1390	2622	3313
EBITDA	1214	1629	2060	3621	4509
EPS（元）	**0.23**	**0.37**	**0.71**	**1.34**	**1.69**

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	2.4%	56.9%	31.0%	45.6%	22.3%
营业利润增长	-6.7%	84.5%	104.2%	85.9%	26.0%
归属于母公司净利润增长	93.8%	88.6%	93.8%	88.6%	26.3%
获利能力					
毛利率(%)	27.1%	31.6%	41.8%	47.4%	48.4%
净利率(%)	13.3%	14.9%	23.0%	29.3%	30.1%
总资产净利润(%)	5.9%	7.6%	12.0%	17.4%	19.2%
ROE(%)	11.1%	15.9%	20.1%	30.2%	30.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	47.2%	52.0%	39.7%	41.2%	35.5%
流动比率	1.35	1.00	1.30	1.33	1.62
速动比率	1.19	0.89	1.18	1.22	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.59	0.60	0.69	0.69
应收账款周转率	4.61	4.99	4.92	5.15	4.78
应付账款周转率	2.71	3.13	3.23	3.89	3.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.37	0.71	1.34	1.69
每股净现金流(最新摊薄)	-0.97	-0.11	0.10	0.19	0.13
每股净资产(最新摊薄)	8.15	9.26	3.53	4.45	5.60
估值比率					
P/E	161.48	100.38	52.22	27.69	21.92
P/B	4.56	4.01	10.51	8.35	6.64
EV/EBITDA	14.55	12.16	30.86	20.40	16.16

资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	**3047**	**4453**	**5550**	**7786**	**9402**
货币资金	683	613	803	1169	1430
应收账款	821	1107	1451	2112	2583
其他应收款	1	4	5	7	9
预付款项	65	93	96	100	105
存货	377	484	500	657	790
其他流动资产	182	175	105	(30)	(126)
非流动资产合计	3906	4940	6039	7242	7893
长期股权投资	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
固定资产	2166	3071	4082	5171	7204
无形资产	537	427	507	480	455
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	196	269	0	0	0
资产总计	**6954**	**9392**	**11588**	**15028**	**17295**
流动负债合计	**2250**	**4454**	**4265**	**5860**	**5809**
短期借款	450	1316	691	1464	722
应付账款	1217	1855	2039	2680	3221
预收款项	0	0	(5)	(12)	(21)
一年内到期的非流动负债	202	712	712	712	712
非流动负债合计	**1035**	**425**	**338**	**338**	**338**
长期借款	989	282	282	282	282
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	**3285**	**4879**	**4603**	**6198**	**6147**
少数股东权益	0	0	60	123	189
实收资本（或股本）	450	488	1955	1955	1955
资本公积	622	839	839	839	839
未分配利润	2424	2975	3445	4426	5665
归属母公司股东权益合计	3669	4513	6907	8689	10940
负债和所有者权益	**6954**	**9392**	**11588**	**15028**	**17295**

现金流量表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**431**	**510**	**1214**	**2029**	**3160**
净利润	407	717	1450	2685	3379
折旧摊销	754	730	0	268	324
财务费用	2	53	86	90	90
应付帐款减少	0	0	(343)	(661)	(471)
预收帐款增加	0	0	(5)	(7)	(9)
投资活动现金流	**(1303)**	**(1248)**	**(1329)**	**(1506)**	**(1006)**
公允价值变动收益	13	(5)	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	(16)	7	2	2	2
筹资活动现金流	**437**	**684**	**305**	**(157)**	**(1893)**
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	38	1467	0	0
资本公积增加	0	217	0	0	0
现金净增加额	**(435)**	**(54)**	**190**	**366**	**261**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7 年能源行业工作经验，2 年证券行业研究经验，2019 年进门财经最具影响力分析师第 3 名，2018 年 Wind 平台影响力电新行业第 6 名。曾在中国核电工程有限公司工作 4 年，美国能源行业外企工作 3 年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019 年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上