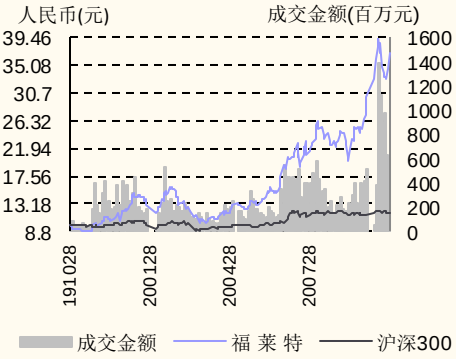
福莱特 (601865.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：37.14 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)	725.94
年内股价最高最低(元)	39.46/26.62
沪深 300 指数	4699
上证指数	3254



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《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

5.《盈利能力显著提升，加速扩产夯实龙头地位-福莱特 2019&20...》，2020.4.20

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

光伏玻璃提价超预期，龙头盈利增长高歌猛进

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	0.732	1.236	1.616
每股净资产(元)	8.15	9.26	9.69	13.38	18.26
每股经营性现金流(元)	0.96	1.04	2.21	2.94	3.96
市盈率(倍)	0.00	0.00	50.73	30.05	22.99
净利润增长率(%)	-4.50%	76.09%	99.54%	68.81%	30.73%
净资产收益率(%)	11.10%	15.89%	23.18%	28.33%	27.13%
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

事件

- 公司发布 2020 三季报，前三季度实现收入 40.16 亿元，同比增长 19%，净利润 8.12 亿元，同比增长 60%，其中 Q3 单季净利润 3.51 亿元，环比增长 43%，符合前期随玻璃涨价而逐步上调后的市场预期。
- 同时公司公告非公开发行 4.5 亿股 A 股事项获证监会核准批复。

评论

- **全球需求复苏、双玻加速渗透、供给释放推迟、产品规格多样化等因素推动下半年光伏玻璃景气度持续走高：**光伏玻璃主流 3.2mm 规格价格自 Q2 触底 24 元/平米之后，从 7 月下旬开始启动上涨并一路涨至目前的 35 元以上；2.0mm 规格价格更是早至 5 月下旬即开启上涨通道，从前期低点 19.5 元/平米上涨至目前 28 元以上；且小单或大尺寸产品单价较主流价格还要高出一定幅度。公司尽管在 5 月停产冷修一条 600 吨产线，造成 Q3 实际有效产能环比 Q2 有所下降，但由于涨价和产品结构优化（2.0 比例提升），Q3 单季收入和净利润环比 Q2 仍分别增长 18%和 43%，单季毛利率环比上升 6pct 至 42.7%，净利率环比上升 4pct 至 23%（主因 Q3 计提 2662 万元资产减值损失）。考虑到目前光伏玻璃市场价格已较测算的 Q3 均价高出 20%~30%，且预计年底前很难出现大幅松动，尽管纯碱等原材料成本在 Q4 有所上升，但预计公司 Q4 收入、利润、利润率均仍将保持环比高增态势。
- **不合理政策限制被修正是大概率事件，然指标放开仍难动摇龙头优势地位：**根据目前工信部的最新政策文件（征求意见稿），光伏玻璃仍与因产能过剩而被限制新建项目的浮法玻璃、水泥行业一起，被明确列入产能置换管理办法范畴，这与目前及未来光伏玻璃严重的供不应求状态显然是不相符的。我们认为，随着后续相关产业政策的合理化修订，新建光伏玻璃产能指标以一定形式有序放开是相对大概率的结果，尽管短期内可能显著降低行业扩产门槛，但同时也解开了在技术、资金、执行力等方面全面占优的行业龙头扩产提速的枷锁，一方面将有助于行业格局的加速优化，另一方面，也有助光伏玻璃价格逐步回归合理、助力光伏发电持续降本，这对当前光伏玻璃龙头和光伏行业的中长期发展都是利大于弊的影响。

盈利调整与投资建议

- 因下半年以来玻璃提价速度和幅度持续超预期，我们基于最新的产品价格、以及对明年供需和企业新产能投产进度的展望，大幅上调公司 2020-2022E 年净利润预测至 14.3（+36%）、24.2（+61%）、31.6（+57%）亿元，对应 EPS 分别为 0.73、1.24、1.62 元，公司当前 A/H 股价分别对应 2021 年 30/16 倍 PE，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：全球光伏需求不及预期；双玻渗透不及预期；竞争对手扩产超预期。

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**	**6,265**	**9,388**	**13,038**
增长率		*2.4%*	*56.9%*	*30.3%*	*49.8%*	*38.9%*
主营业务成本	-2,128	-2,233	-3,290	-3,649	-5,413	-7,855
% 销售收入	*71.1%*	*72.9%*	*68.4%*	*58.2%*	*57.7%*	*60.2%*
毛利	863	831	1,517	2,616	3,975	5,183
% 销售收入	*28.9%*	*27.1%*	*31.6%*	*41.8%*	*42.3%*	*39.8%*
营业税金及附加	-35	-29	-35	-44	-66	-91
% 销售收入	*1.2%*	*0.9%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-138	-128	-255	-307	-460	-665
% 销售收入	*4.6%*	*4.2%*	*5.3%*	*4.9%*	*4.9%*	*5.1%*
管理费用	-103	-118	-121	-157	-216	-287
% 销售收入	*3.4%*	*3.8%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.3%*	*2.2%*
息税前利润（EBIT）	588	556	1,105	2,109	3,233	4,140
% 销售收入	*19.6%*	*18.2%*	*23.0%*	*33.7%*	*34.4%*	*31.8%*
财务费用	-28	-2	-53	-64	-47	-27
% 销售收入	*1.0%*	*0.1%*	*1.1%*	*1.0%*	*0.5%*	*0.2%*
资产减值损失	9	-3	-15	-59	-23	-39
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%*	*0.6%*	*0.3%*	*0.3%*
营业利润	492	459	846	1,720	2,913	3,813
营业利润率	*16.4%*	*15.0%*	*17.6%*	*27.4%*	*31.0%*	*29.2%*
营业外收支	4	8	17	15	15	15
税前利润	**496**	**466**	**863**	**1,735**	**2,928**	**3,828**
利润率	*16.6%*	*15.2%*	*17.9%*	*27.7%*	*31.2%*	*29.4%*
所得税	-69	-59	-145	-304	-512	-670
所得税率	*14.0%*	*12.6%*	*16.9%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.5%*
净利润	427	407	717	1,431	2,416	3,158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	**427**	**407**	**717**	**1,431**	**2,416**	**3,158**
净利率	*14.3%*	*13.3%*	*14.9%*	*22.8%*	*25.7%*	*24.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	427	407	717	1,431	2,416	3,158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	226	257	342	70	34	51
非经营收益	20	34	158	-82	4	-10
营运资金变动	-352	-268	-712	-13	-578	-675
经营活动现金净流	**320**	**431**	**506**	**1,406**	**1,875**	**2,524**
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	-754	-285	-621
其他	-293	-43	-245	-90	-112	-75
筹资活动现金净流	**449**	**451**	**688**	**-588**	**-397**	**-696**
现金净流量	**240**	**-421**	**-54**	**-150**	**163**	**511**

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	627	1,137
应收款项	1,442	1,734	3,087	3,007	4,514	6,270
存货	268	377	484	550	807	1,160
其他流动资产	147	253	269	281	338	422
流动资产	2,941	3,047	4,453	4,300	6,287	8,989
% 总资产	*49.4%*	*43.8%*	*47.4%*	*42.0%*	*46.3%*	*51.0%*
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%*	*49.7%*	*47.0%*	*43.6%*
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%*	*58.0%*	*53.7%*	*49.0%*
资产总计	**5,956**	**6,954**	**9,392**	**10,236**	**13,567**	**17,610**
短期借款	399	652	2,028	1,281	988	379
应付款项	1,416	1,473	2,234	1,926	2,855	4,142
其他流动负债	154	124	192	523	857	1,120
流动负债	1,969	2,250	4,454	3,730	4,700	5,642
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**	**4,062**	**5,040**	**5,970**
普通股股东权益	3,250	3,669	4,513	6,175	8,527	11,641
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**	**10,236**	**13,567**	**17,610**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.237	0.226	0.368	0.732	1.236	1.616
每股净资产	7.223	8.153	9.257	9.686	13.375	18.260
每股经营现金净流	0.711	0.958	1.037	2.206	2.942	3.960
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%	23.18%	28.33%	27.13%
总资产收益率	7.16%	5.86%	7.64%	13.98%	17.81%	17.94%
投入资本收益率	9.75%	7.29%	10.84%	19.82%	24.87%	25.75%
增长率						
主营业务收入增长率	0.81%	2.42%	56.89%	30.34%	49.83%	38.89%
EBIT增长率	-43.83%	-9.89%	103.43%	106.23%	58.89%	30.02%
净利润增长率	-39.63%	-4.50%	76.09%	99.54%	68.81%	30.73%
总资产增长率	33.33%	16.76%	35.07%	8.99%	32.53%	29.80%
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	237.1	204.9	181.1
偿债能力						
净负债/股东权益	0.04%	25.96%	37.58%	17.79%	7.53%	-4.10%
EBIT利息保障倍数	17.3	274.9	17.0	29.2	62.7	140.6
资产负债率	45.42%	47.24%	51.95%	39.68%	37.15%	33.90%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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	2019-08-26	买入	11.65	N/A
2	2019-10-25	买入	9.64	N/A
3	2020-03-27	买入	10.61	N/A
4	2020-04-20	买入	11.67	N/A
5	2020-04-30	买入	12.60	N/A
6	2020-06-14	买入	15.70	N/A
7	2020-07-01	买入	18.80	N/A
8	2020-08-05	买入	25.74	N/A

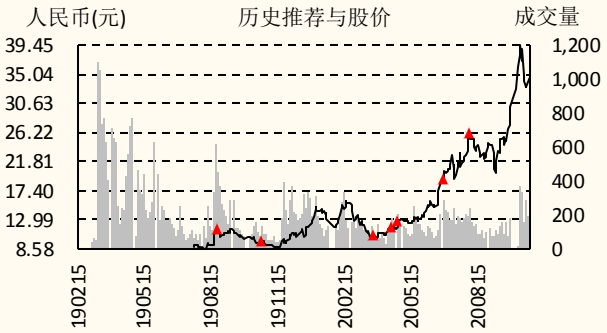
来源：国金证券研究所

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH