

601865.SH

增持

市场价格：人民币 29.92

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	139.9	29.6	59.1	195.9
相对上证指数	135.6	35.0	51.3	185.2

发行股数(百万)	1,955
流通股(%)	17
总市值(人民币 百万)	58,482
3 个月日均交易额(人民币 百万)	308
净负债比率(%)(2020E)	12
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	23

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 9 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备

证券分析师：沈成
(8621)20328319
cheng.shen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：李可伦
(8621)20328524
kelun.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

福莱特

玻璃龙头持续扩张，深度受益行业景气

光伏玻璃行业充分享受光伏行业的广阔成长空间，且受益于双玻组件渗透率持续提升，同时具备技术迭代慢、行业格局稳定等特点；短期因供需阶段性错配而迎来涨价，明年仍有望维持供需紧平衡。公司龙头地位稳固，新产能投放支撑市占率进一步向上，业绩有望较快增长；首次覆盖给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **光伏玻璃龙头企业，先发优势明显：**福莱特是国内领先的玻璃制造企业，是我国最早进入光伏玻璃行业的企业之一，目前市占率超过 20%。光伏玻璃在技术、资金、客户等方面具有较高的行业壁垒，目前已形成福莱特与信义光能双寡头的竞争格局。
- **持续扩产为市场份额提升筑牢基础：**截至 2019 年底，公司光伏玻璃总产能为 5,400 吨/日。目前公司可转债募资投向的安徽凤阳 2 座各 1,200 吨/日窑炉及产线正在建设中，预计于 2021 年陆续投产。同时越南海防 2 座各 1,000 吨/日窑炉及产线的建设在疫情影响后亦恢复正常。近期公司拟增发募资不超过 25 亿元，其中 16.33 亿元投向安徽凤阳另 2 座各 1200 吨/日窑炉及产线，预计分别于 2021 与 2022 年陆续投产。公司有望在产能规模上进一步与二线厂商拉开差距，从而为市占率的继续提升筑牢基础。
- **光伏需求强复苏，后续高景气依旧：**我们预测 2020 年全球光伏装机约 120GW，同比持平；2021-2022 年需求有望分别达到 160GW、190GW。
- **双面化推升玻璃需求，供需缺口导致涨价：**综合考虑光伏装机需求、双面双玻组件渗透率提升等因素，我们测算 2020-2022 年全球光伏玻璃需求分别约 658、870、1,016 万吨，2021-2022 年分别同比增长 32.18%、16.79%。由于疫情导致行业扩产放缓等原因，近期随着组件端需求逐步旺盛，玻璃供需缺口已开始显现，成交价格已出现明显上涨，价格高位或持续至 11-12 月；而从目前在建产能的进度来看，2021 年光伏玻璃供需预计整体仍将呈现紧平衡格局。

估值

- 在当前股本下，预计公司 2020-2022 年预测每股盈利分别为 0.67/0.92/1.02 元，对应市盈率 44.9/32.5/29.3 倍；首次覆盖给予***增持***评级。

评级面临的主要风险

- 新冠疫情影响超预期；行业产能释放超预期；双玻渗透率不达预期；原材料与燃料动力价格波动；公司产能扩张速度不达预期；光伏政策风险。

投资摘要

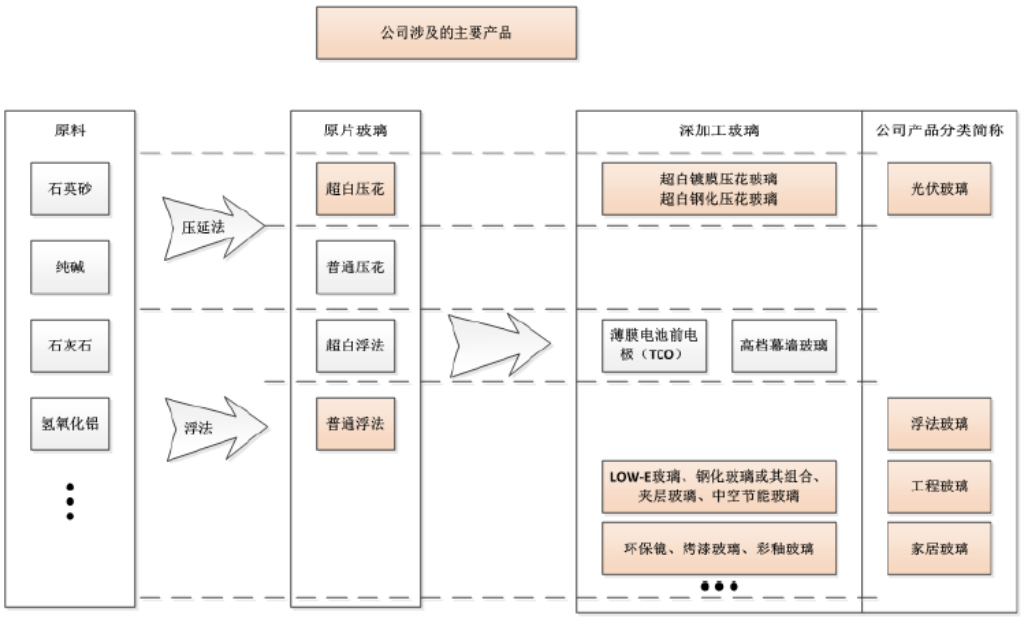
年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	3,064	4,807	6,380	8,471	9,697
变动(%)	2	57	33	33	14
净利润(人民币 百万)	407	717	1,301	1,802	1,993
全面摊薄每股收益(人民币)	0.208	0.367	0.666	0.922	1.020
变动(%)	(4.5)	76.1	81.4	38.5	10.6
全面摊薄市盈率(倍)	143.6	81.5	44.9	32.5	29.3
价格/每股现金流量(倍)	135.7	114.6	39.3	33.8	20.3
每股现金流量(人民币)	0.22	0.26	0.76	0.89	1.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	86.2	49.5	29.3	21.6	18.7
每股股息(人民币)	0.045	0.030	0.100	0.184	0.204
股息率(%)	0.2	0.1	0.3	0.6	0.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

光伏玻璃龙头企业，份额有望继续提升

福莱特是国内领先的玻璃制造企业，是我国最早进入光伏玻璃行业的企业之一，2006 年通过自主研发成为国内第一家打破国际巨头对光伏玻璃的技术和市场垄断的企业，成功实现了光伏玻璃的国产化。公司主营业务为光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃的研发、生产和销售，以及玻璃用石英矿的开采和销售，其中光伏玻璃是公司最主要的产品。公司于 2015 年在 H 股上市，于 2019 年在 A 股上市。公司实际控制人阮洪良与一致行动人合计持股比例超过 57%，股权结构集中且较为稳定。

图表 47. 福莱特主要产品分布

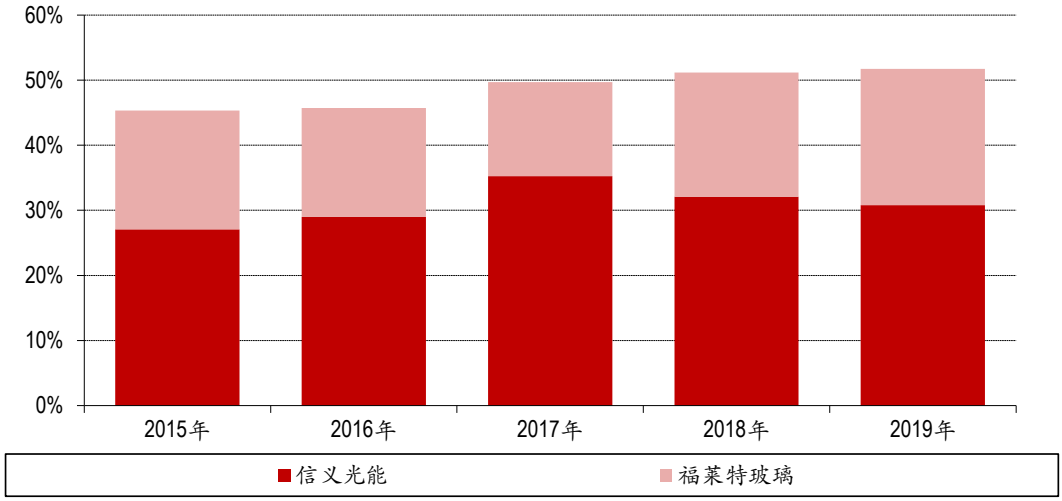


资料来源：公司公告，中银证券

光伏玻璃具有较高的行业壁垒，龙头先发优势明显：光伏玻璃技术壁垒较高，工艺难点主要在于低铁控制和温度控制，长期技术经验积累和完备的工艺流程构成了非玻璃生产企业进入光伏玻璃行业的主要障碍。此外，与普通玻璃生产线相比，超白玻璃生产线在料方设计、配料工艺、窑池结构、熔化工艺、控制流程等方面均有更高要求，普通玻璃的生产线无法轻易转换为光伏玻璃生产线。除技术壁垒外，光伏玻璃行业还具有认证、客户、规模等方面的进入壁垒，形成了新进入者寥寥的整体格局。

福莱特与信义光能形成双寡头竞争格局：2016 年至今，行业逐渐形成生产区域集中和规模集中的格局，技术开发速度进入平稳期，信义光能与福莱特坐稳行业前两把交椅，行业形成双寡头竞争格局。2019 年国内光伏玻璃产量约占全球光伏玻璃总产量的 95%以上，其中 2019 年信义光能、福莱特在产产能分别占比 30.8%、20.9%，两家龙头企业市占率之和由 2015 年的 45.3%提升至 2019 年的 51.6%，其中福莱特市占率处于 15%-20%区间。

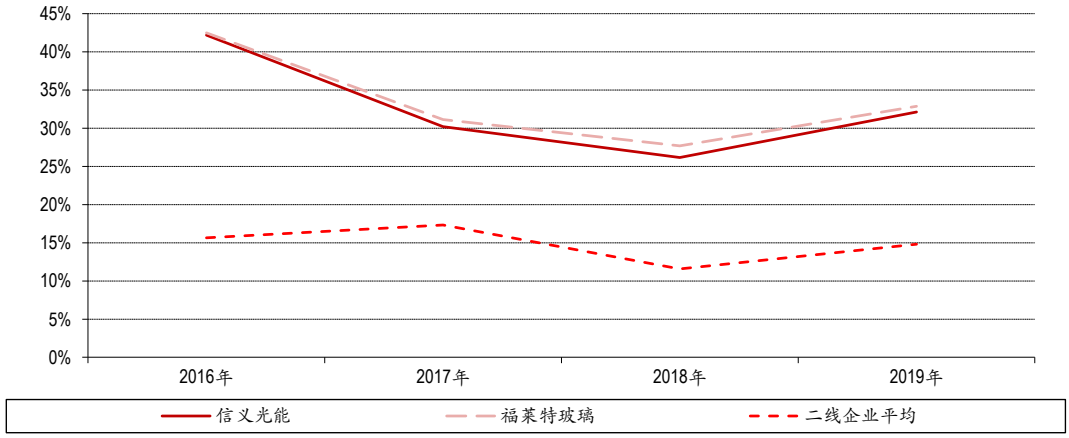
图表 48. 光伏玻璃双寡头市占率变化



资料来源：福莱特招股说明书，卓创资讯，中银证券

技术与成本领先，盈利能力突出：公司在光伏玻璃的配方、生产工艺和自爆率控制等关键技术方面处于行业领先水平，玻璃的成品产出率相对于二线企业更高，对生产成本的摊薄更为明显。此外，公司近年投放的 1,000 吨/日级别的大窑炉产能相较于较早的玻璃熔窑具备成本优势，且大窑炉需要的初始投资较高（8-10 亿元/千吨），在一定程度上增加了中小型企业更新产线降低成本的难度。近年来以公司为代表的光伏玻璃龙头相对于二线企业在盈利能力上具备显著优势。

图表 49. 福莱特、信义光能与二线企业毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券

注：二线企业选取中建材、南玻 A、亚玛顿、安彩高科、彩虹新能源

持续扩产为市场份额提升筑牢基础：截至 2019 年底，公司光伏玻璃总产能为 5,400 吨/日。目前公司可转债募资投向的安徽凤阳 2 座各 1,200 吨/日窑炉及产线正在建设中，预计于 2021 年陆续投产。同时越南海防 2 座各 1,000 吨/日窑炉及产线的建设在疫情影响后亦恢复正常。近期公司拟增发募资不超过 25 亿元，其中 16.33 亿元投向安徽凤阳另 2 座各 1,200 吨/日窑炉及产线，预计分别于 2021 年与 2022 年陆续投产。根据各公司公告及卓创资讯统计数据，2020-2021 年光伏玻璃行业新增产能中信义光能与福莱特仍占据大多数。近期南玻集团拟募资投建 4,800 吨/日光伏玻璃产能，旗滨集团拟投建 1,200 吨/日光伏玻璃产能，但投产时间预计将在 2021 年底至 2022 年，预计短期内公司有望在产能规模上进一步与二线厂商拉开差距，从而为市占率的进一步提升筑牢基础。

图表 50. 2020-2021 年部分拟投产光伏玻璃产能统计

企业	产线	产地	产能（吨/日）	投产时间
信义光能	广西一线	广西北海	1,000	预计 2020 年
	广西二线	广西北海	1,000	预计 2020 年
	芜湖信义	安徽芜湖	1,000	预计 2021 年
	芜湖信义	安徽芜湖	1,000	预计 2021 年
福莱特	越南一线	越南海防	1,000	预计 2020 年
	越南二线	越南海防	1,000	预计 2021 年
	凤阳一线	安徽凤阳	1,200	预计 2021 年
	凤阳二线	安徽凤阳	1,200	预计 2021 年
	凤阳三线	安徽凤阳	1,200	预计 2021 年
台玻	-	福建漳州	600	预计 2020 年
思可达	-	河南焦作	300	预计 2021 年

资料来源：公司公告，卓创资讯，中银证券

光伏需求强复苏，后续高景气依旧

全年国内装机量或达 40GW：考虑 2019-2020 年竞价项目、平价项目的建设进度，同时结合户用光伏、特高压基地等光伏需求的释放节奏，我们预计下半年国内需求有望强复苏，全年国内光伏装机量有望达到 40GW，且景气度有望持续至 2021 年。其中 2020Q3-Q4 有望形成阶段性装机高峰。

需求逐季转好，后续景气有望持续：综合考虑全球疫情发展情况及疫情对光伏电站建设的影响情况，我们预测 2020 年海外需求约 80GW，同比下降约 11%；全球装机约 120GW，同比持平；季节层面有望呈现连续环比上升的态势。2021-2022 年需求有望分别达到 160GW、190GW，恢复正常增长。

2020 年组件需求或达 133GW：根据光伏們报道，最新版《光伏发电站设计规范（征求意见稿）》正式提出了放开容配比的限制，从新规评审过程看，各方都同意容配比的提高，从 2019 年下半年的平价项目开始，光伏项目普遍都在考虑提高容配比。而欧美等地区光伏电站一般按照 1.2-1.4 倍容配比设计，因此光伏组件需求一般会超过光伏装机需求。考虑各区域容配比情况，我们预计 2020 年全球光伏组件需求有望达到 133GW，2021-2022 年达到 180GW、214GW。

双面化推升玻璃需求，供需缺口导致涨价

双玻为双面组件主流封装形式：双面组件使用双面电池，将传统背板替换为光伏玻璃或透明背板，为当下高效组件封装的主流方式之一。其中双面双玻为主流结构，具有生命周期较长、低衰减率、防火等级高、散热性好、绝缘好、易清洗等优点，可有效降低光伏电站的 LCOE。

组件双面化推升光伏玻璃需求：受益于双面组件的多种优势，在平价上网的大趋势下，双面组件渗透率持续提升已成为行业共识。与 3.2mm 玻璃单玻组件相比，应用 3.2mm、2.5mm、2.0mm 厚度玻璃的双玻组件对应的光伏玻璃需求分别提升约 100%、56%、25%。

预计 2020 年全球光伏玻璃需求约 658 万吨，2021 年增速有望超过 30%：综合考虑光伏装机需求、单晶渗透率、双面双玻组件渗透率、透明背板渗透率等因素，我们测算 2020-2022 年全球光伏玻璃需求分别约 658、870、1,016 万吨，2021-2022 年分别同比增长 32.18%、16.79%。

2020 年新增产能投产节奏或慢于预期：根据各公司公告及卓创资讯统计数据，2020 年行业预计将增加名义产能 6900 吨/日。但由于前期疫情影响，部分新建产能建设进度慢于预期，预计全年投产计划或可能低于预期。考虑计划投产时点与疫情的影响，考虑部分冷修产能复产，我们预计全年全行业有效产出有望增加约 60-80 万吨。

需求高峰来临，光伏玻璃涨价重现：从目前疫情防控与各地区经济活动恢复的情况来看，我们判断 2020 年三、四季度全球光伏装机需求均有望环比增长，叠加国内光伏项目年底并网时点的影响，四季度光伏行业有望迎来阶段性装机高峰。我们测算 2020 年下半年光伏玻璃需求有望超过 436 万吨，而供给端的有效产出或难以满足需求，近期随着组件端需求逐步旺盛，三季度起玻璃供需缺口已开始显现，成交价格已出现明显上涨，价格高位或持续至 11-12 月；从目前在建产能的进度来看，2021 年光伏玻璃供需预计整体仍将呈现紧平衡格局。

盈利预测与估值

关键假设：

1）考虑公司产能规划及行业需求情况，预计公司 2020-2022 年分别实现光伏玻璃销量 2.1 亿平米、3.0 亿平米、3.6 亿平米。

2）考虑光伏玻璃价格走势与 2.0mm 玻璃销量占比的变化，预计公司 2020-2022 年光伏玻璃毛利率整体高于 2019 年，并随行业产能的释放而有所下降。

图表 51. 福莱特营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
光伏玻璃			
销量（亿平米）	2.10	3.00	3.60
同比增长(%)	33.23	42.86	20.00
收入（百万元）	5,296.46	7,300.88	8,442.48
同比增长(%)	41.33	37.84	15.64
毛利率(%)	40.53	39.19	37.74
家居玻璃			
收入（百万元）	325.66	325.66	325.66
同比增长(%)	(3.18)	0.00	0.00
毛利率(%)	27.53	27.53	27.53
浮法玻璃			
收入（百万元）	164.25	167.08	169.91
同比增长(%)	(3.98)	1.72	1.69
毛利率(%)	11.01	12.43	12.43
工程玻璃			
收入（百万元）	483.19	557.52	631.86
同比增长(%)	7.10	15.38	13.33
毛利率(%)	21.44	21.44	21.44
其他			
收入（百万元）	61.10	70.27	77.30
同比增长(%)	20.00	15.00	10.00
毛利率(%)	80.00	80.00	80.00
营业收入合计（百万元）	**6,380.29**	**8,471.05**	**9,696.84**
同比增长(%)	32.73	32.77	14.47
综合毛利率(%)	38.17	37.49	36.33

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 63.80 亿元、84.71 亿元、96.97 亿元，分别同比增长 32.73%、32.77%、14.47%；归属于上市公司股东的净利润分别为 13.01 亿元、18.02 亿元、19.94 亿元，分别同比增长 81.40%、38.48%、10.64%；在当前股本下，每股收益分别为 0.67 元、0.92 元、1.02 元。

相对估值：我们选取光伏核心辅材标的亚玛顿、福斯特作为可比公司进行估值比较，根据 2020 年 9 月 30 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 81.5、44.9、32.5 倍，低于行业平均水平。

图表 52. 福莱特可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价（元）	流通市值（亿元）	总市值（亿元）	每股收益（元）			市盈率（倍）			评级
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
亚玛顿	002623.SZ	35.88	29.33	57.41	(0.61)	0.60	0.95	/	59.80	37.77	未有评级
福斯特	603806.SH	73.09	178.35	562.47	1.27	1.34	1.65	57.78	54.67	44.27	增持
行业平均值								/	57.23	41.02	
福莱特	**601865.SH**	**29.92**	**102.02**	**584.82**	**0.37**	**0.67**	**0.92**	**81.53**	**44.92**	**32.45**	**增持**

资料来源：万得，中银证券

注 1：股价与市值截止日 2020 年 9 月 30 日

注 2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议：光伏玻璃行业充分享受光伏行业的广阔成长空间，且受益于双玻组件渗透率持续提升，同时亦具备技术迭代慢、行业格局稳定等有别于光伏主产业链的特点，龙头标的具有长期投资价值；同时行业短期因供需阶段性错配而迎来涨价，企业盈利显著提升。公司龙头地位稳固，新产能投放支撑市占率进一步向上，业绩有望较快增长；首次覆盖给予***增持***评级。

风险提示

新冠疫情影响超预期：新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

行业产能释放超预期：当前行业整体供需偏紧，盈利情况较好，若高盈利导致产能扩张过度，则后续行业可能存在超预期的降价压力。

双玻渗透率不达预期：双玻组件的应用对光伏玻璃需求提升明显。如双玻渗透率不达预期将直接降低光伏玻璃的需求预期。

原材料与燃料动力价格波动：原材料和燃料动力的成本一般占总成本的 70%-80%，价格向不利方向波动将影响玻璃生产成本，对公司盈利能力产生不利影响。

公司产能扩张速度不达预期：公司后续业绩增长与新产能的释放关系紧密，如在建产能投放进度不达预期，则可能对公司后续业绩预期产生不利影响。

光伏政策风险：目前光伏行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响光伏行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**3,064**	**4,807**	**6,380**	**8,471**	**9,697**
销售成本	(2,261)	(3,325)	(3,991)	(5,357)	(6,244)
经营费用	(115)	(281)	(370)	(392)	(393)
息税折旧前利润	**687**	**1,201**	**2,019**	**2,722**	**3,060**
折旧及摊销	(254)	(328)	(433)	(566)	(686)
经营利润(息税前利润)	**433**	**874**	**1,585**	**2,156**	**2,374**
净利息收入/(费用)	17	(35)	(51)	(14)	18
其他收益/(损失)	35	42	55	59	60
税前利润	466	863	1,564	2,166	2,396
所得税	(59)	(145)	(263)	(364)	(403)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**407**	**717**	**1,301**	**1,802**	**1,993**
核心净利润	**408**	**720**	**1,303**	**1,804**	**1,996**
每股收益(人民币)	0.208	0.367	0.666	0.922	1.020
核心每股收益(人民币)	0.209	0.368	0.667	0.923	1.021
每股股息(人民币)	0.045	0.030	0.100	0.184	0.204
收入增长(%)	2	57	33	33	14
息税前利润增长(%)	(13)	102	81	36	10
息税折旧前利润增长(%)	(7)	75	68	35	12
每股收益增长(%)	(5)	76	81	38	11
核心每股收益增长(%)	(4)	76	81	38	11

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	683	613	1,250	1,910	3,687
应收帐款	1,732	3,084	3,309	5,178	4,537
库存	377	484	549	837	778
其他流动资产	65	93	97	158	139
流动资产总计	**3,047**	**4,453**	**5,384**	**8,265**	**9,322**
固定资产	3,129	4,007	4,518	4,895	5,153
无形资产	537	427	405	383	361
其他长期资产	238	498	499	499	499
长期资产总计	**3,904**	**4,933**	**5,422**	**5,777**	**6,013**
总资产	**6,954**	**9,392**	**10,811**	**14,047**	**15,337**
应付帐款	1,436	2,193	2,159	3,683	3,128
短期债务	450	1,316	1,700	1,900	2,100
其他流动负债	363	945	956	976	977
流动负债总计	**2,250**	**4,454**	**4,816**	**6,560**	**6,205**
长期借款	989	282	250	300	350
其他长期负债	45	143	143	143	143
股本	489	489	489	489	489
储备	3,214	4,008	5,114	6,555	8,150
股东权益	**3,703**	**4,496**	**5,602**	**7,044**	**8,638**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**6,954**	**9,392**	**10,811**	**14,047**	**15,337**
每股帐面价值(人民币)	1.89	2.30	2.87	3.60	4.42
每股有形资产(人民币)	1.62	2.08	2.66	3.41	4.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.39	0.50	0.36	0.15	(0.63)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	466	863	1,564	2,166	2,396
折旧与摊销	254	328	433	566	686
净利息费用	2	53	76	49	38
运营资本变动	(153)	(606)	(251)	(389)	108
税金	(59)	(145)	(263)	(364)	(403)
其他经营现金流	(79)	18	(72)	(296)	50
经营活动产生的现金流	**431**	**510**	**1,488**	**1,731**	**2,874**
购买固定资产净值	960	769	920	920	920
投资减少/增加	(16)	7	7	8	9
其他投资现金流	(2,246)	(2,024)	(1,841)	(1,840)	(1,840)
投资活动产生的现金流	**(1,303)**	**(1,248)**	**(914)**	**(912)**	**(911)**
净增权益	(88)	(58)	(195)	(360)	(399)
净增债务	556	668	352	250	250
支付股息	88	58	195	360	399
其他融资现金流	(119)	16	(288)	(409)	(437)
融资活动产生的现金流	**437**	**684**	**64**	**(159)**	**(187)**
现金变动	(435)	(54)	637	660	1,777
期初现金	1,085	683	613	1,250	1,910
公司自由现金流	(872)	(738)	574	819	1,963
权益自由现金流	(315)	(16)	1,002	1,118	2,251

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	25.0	31.6	32.1	31.6
息税前利润率(%)	14.1	18.2	24.8	25.4	24.5
税前利润率(%)	15.2	17.9	24.5	25.6	24.7
净利率(%)	13.3	14.9	20.4	21.3	20.6
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.0	1.1	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	16.8	13.4	22.2	25.7	25.3
净权益负债率(%)	20.4	21.9	12.5	4.1	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.4
估值					
市盈率(倍)	143.6	81.5	44.9	32.5	29.3
核心业务市盈率(倍)	143.2	81.2	44.9	32.4	29.3
市净率(倍)	15.8	13.0	10.4	8.3	6.8
价格/现金流(倍)	135.7	114.6	39.3	33.8	20.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	86.2	49.5	29.3	21.6	18.7
周转率					
存货周转天数	52.0	47.2	47.2	47.2	47.2
应收帐款周转天数	189.0	182.9	182.9	182.9	182.9
应付帐款周转天数	167.5	137.8	124.5	125.9	128.2
回报率					
股息支付率(%)	21.5	8.1	15.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.7	17.5	25.8	28.5	25.4
资产收益率(%)	5.9	8.9	13.1	14.4	13.4
已运用资本收益率(%)	2.2	3.2	4.8	5.4	4.9

资料来源：公司公告，中银证券预测