福莱特（601865）

半年报业绩同比增长 60%~80%，产能加码未来可期

买入（维持）

2020 年 06 月 30 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,807	5,431	7,623	9,522
同比（%）	56.89%	12.98%	40.36%	24.92%
归母净利润（百万元）	717	1020	1446	1782
同比（%）	76.09%	42.26%	41.69%	23.26%
每股收益（元/股）	0.37	0.52	0.74	0.91
P/E（倍）	51.11	35.93	25.36	20.57

投资要点

- **事件：**公司发布 2020H1 业绩预告，2020H1 归母净利润为 4.20-4.70 亿元，同比增长 60.92%-80.08%，扣非归母净利润 4.1-4.6 亿元，同增 73.73%-94.92%，符合预期。其中 Q2 归母净利润预计 2.05~2.55 亿元，环比-4.7%~+18%，扣非归母净利润 2.01~2.5 亿元，环比-3.8%~+19.7%。
- **2020H1 量利双增，业绩略超预期：**受益于产能扩张和双玻需求增加，公司光伏玻璃销售量预计同比增长 30%左右（按平米），同时销售单价同比略有增长，公司 2020H1 毛利率预计判断将同比提升 10~12 个百分点，盈利能力大幅提高。二季度在光伏玻璃价格大幅下降的背景下（3.2 玻璃 Q1 均价为 29 元/平米，Q2 降至 24 元/平米；2.0 玻璃 Q1 均价 24.5 元/平米，Q2 降至 20~20.5 元/平米），但公司 Q2 业绩环比仍增长，超出市场预期。
- **双玻渗透率提升&原材料价格下降带动公司单平米盈利提高：**1）受益于 2.0mm 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，目前公司 2.0mm 玻璃出货占比约 30%，较年初提高 15 个百分点，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 玻璃毛利率预计高于 3.2mm 玻璃约 3~4 个百分点；2）光伏玻璃成本结构中主要为分为原材料和燃料两大类，其中原材料的主要构成为纯碱和石英砂， 燃料动力的主要构成为石油类燃料、天然气和电。今年上半年纯碱价格处于历史地位，燃料、天然气也处于近两年低位，预计判断进一步推高公司 2020H1 毛利率至 40%左右的水平。
- **持续扩产，强化龙头地位：**目前公司产能为 5400 吨/日（3*1000 吨/日+4*600 吨/日），其中 600 吨/日产能今年 5 月下旬开始冷修，预计 6-9 个月冷修完成，因此今年 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 条产能 1000 吨/日窑炉在建，计划 20Q4 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一条。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。
- **光伏需求将逐季攀升，平价后市场值得期待：**行业竞价项目的出炉，国内市场逐步打开，平价项目也很值期待，申报 39.85GW（19 年 14.78GW）超预期，Q4 随着海外疫情消退和组件价格下跌新项目快速恢复起量、国内进入 20 年 1231 抢装，有望迎来史上最强旺季。展望明年，大尺寸&MBB&电池新技术&组件价格下降都将进一步推动度电成本下降，看好 20 年后平价市场空间，预计 21 年全球 160GW（国内 50、海外 110），同增 25-30%，龙头份额继续提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：10.20、14.46、17.82 亿元，同比+42.26%、41.69%、23.26%，对应 EPS 为 0.52、0.74、0.91 元。 维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.80
一年最低/最高价	8.49/19.25
市净率(倍)	7.76
流通 A 股市值(百万元)	6410.42

基础数据

每股净资产(元)	2.42
资产负债率(%)	50.61
总股本(百万股)	1950.00
流通 A 股(百万股)	340.98

相关研究

1、《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
2、《福莱特（601865）：光伏玻璃量利齐升》2019-10-25
3、《福莱特（601865）：旺季来临，量价齐升》2019-08-27

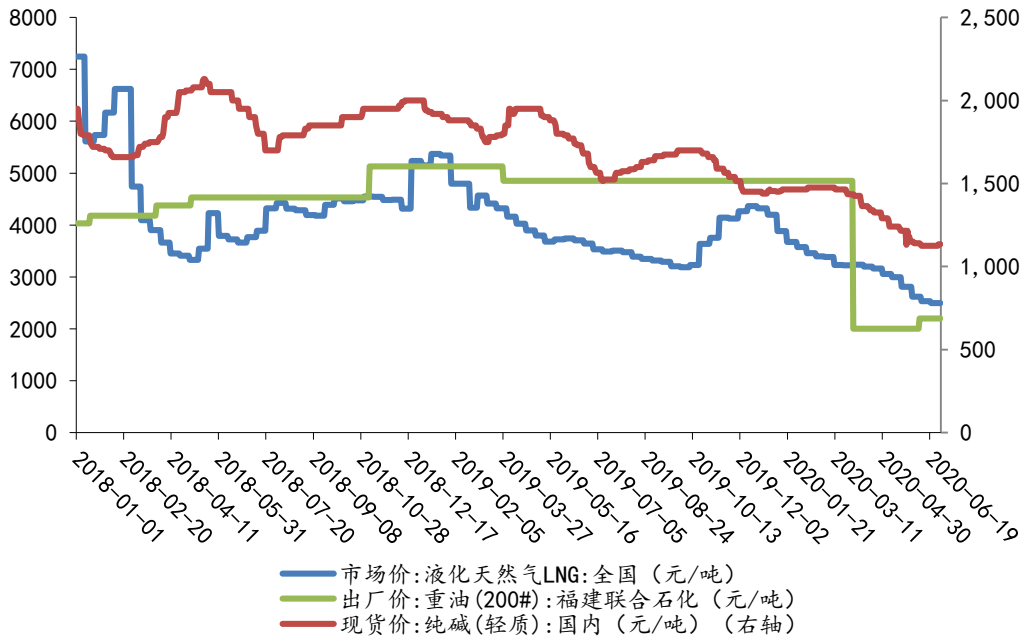
请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司发布 2020H1 业绩预告，2020H1 归母净利润为 4.20-4.70 亿元，同比增长 60.92%-80.08%，扣非归母净利润 4.1-4.6 亿元，同增 73.73%-94.92%，符合预期。其中 Q2 归母净利润预计 2.05~2.55 亿元，环比-4.7%~+18%，扣非归母净利润 2.01~2.5 亿元，环比-3.8%~+19.7%。

2020H1 量利双增，业绩略超预期：受益于产能扩张和双玻需求增加，公司光伏玻璃销售量预计同比增长 30%左右（按平米），同时销售单价同比略有增长，公司 2020H1 毛利率预计判断将同比提升 10~12 个百分点，盈利能力大幅提高。二季度在光伏玻璃价格大幅下降的背景下（3.2 玻璃 Q1 均价为 29 元/平米，Q2 降至 24 元/平米；2.0 玻璃 Q1 均价 24.5 元/平米，Q2 降至 20~20.5 元/平米），但公司 Q2 业绩环比仍增长，超出市场预期。

双玻渗透率提升&原材料价格下降带动公司单平米盈利提高：1）受益于 2.0mm 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，目前公司 2.0mm 玻璃出货占比约 30%，较年初提高 15 个百分点，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 玻璃毛利率预计高于 3.2mm 玻璃约 3~4 个百分点；2）光伏玻璃成本结构中主要为分为原材料和燃料两大类，其中原材料的主要构成为纯碱和石英砂， 燃料动力的主要构成为石油类燃料、天然气和电。今年上半年纯碱价格处于历史地位，燃料、天然气也处于近两年低位，预计判断进一步推高公司 2020H1 毛利率至 40%左右的水平。

图 1：天然气、重油、纯碱价格 20 年大幅下降



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/日产能今年 5 月下旬开始冷修，预计需 6-9 个月冷修完成，因此今年 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 条产能 1000 吨/日窑炉在建，计划 20Q4 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一条。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 2：福莱特扩产计划（吨/日）

	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	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
安徽凤阳四线（20年定增项目）						1200
安徽凤阳五线（20年定增项目）						1200
名义产能	3400	4400	5400	7400	9800	12200

数据来源：Wind，东吴证券研究所

光伏需求将逐季攀升，平价后市场值得期待：行业竞价项目的出炉，国内市场逐步打开，平价项目也很值期待，申报 39.85GW（19 年 14.78GW）超预期，Q4 随着海外疫情消退和组件价格下跌新项目快速恢复起量、国内进入 20 年 1231 抢装，有望迎来史上最强旺季。展望明年，大尺寸&MBB&电池新技术&组件价格下降都将进一步推动度电成本下降，看好 20 年后的平价市场空间，预计 21 年全球 160GW（国内 50、海外 110），同增 25-30%，龙头份额进一步提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：10.20、14.46、17.82 亿元，同比+42.26%、 41.69%、23.26%，对应 EPS 为 0.52、0.74、0.91 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**	**4791.9**	**6463.8**	**7878.9**
现金	613.0	600.0	632.0	615.0
应收账款	3087.3	3273.2	4594.4	5739.3
存货	483.6	484.2	682.0	861.9
其他流动资产	268.8	434.4	555.4	662.7
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
在建工程				
无形资产	427.1	412.9	398.7	384.4
其他非流动资产	504.9	504.9	504.9	504.9
资产总计	**9392.3**	**10704.1**	**13331.5**	**15690.1**
流动负债	**4454.1**	**4937.2**	**6390.4**	**6801.6**
短期借款	2028.3	2447.8	2955.5	2681.5
应付账款	2193.3	2324.1	3109.8	3733.6
其他流动负债	232.6	165.3	325.1	386.4
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
其他非流动负债	143.4	143.4	143.4	643.4
负债合计	**4879.4**	**5362.5**	**6815.7**	**7726.9**
少数股东权益	0.0	12.4	30.0	51.8
归属母公司股东权益	4512.9	5329.2	6485.8	7911.4
负债和股东权益	**9392.3**	**10704.1**	**13331.5**	**15690.1**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	510.2	925.8	1034.0	1387.9
投资活动现金流	-1247.8	-1154.3	-1220.7	-1274.5
筹资活动现金流	684.0	215.4	218.6	-130.4
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	-303.2	-694.5	-746.9

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4806.8**	**5430.6**	**7622.5**	**9522.0**
减:营业成本	3289.7	3534.6	4978.4	6291.6
营业税金及附加	35.0	43.4	68.6	85.7
营业费用	255.1	271.5	350.6	419.0
管理费用	146.4	340.1	471.6	566.5
财务费用	53.1	109.2	132.1	150.2
资产减值损失				
加:投资净收益	6.9	10.0	12.0	14.4
其他收益	-188.3	24.2	26.2	26.2
营业利润	**846.0**	**1165.9**	**1659.5**	**2049.7**
加:营业外净收支	16.7	18.0	18.0	18.0
利润总额	**862.7**	**1183.9**	**1677.5**	**2067.7**
减:所得税费用	145.4	148.0	209.7	258.5
少数股东损益	0.0	15.5	22.0	27.1
归属母公司净利润	**717.2**	**1020.4**	**1445.8**	**1782.1**
EBIT	1140.5	1255.1	1767.6	2173.5
EBITDA	1468.2	1461.4	2044.8	2516.5

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.37	0.52	0.74	0.91
每股净资产(元)	2.31	2.73	3.33	4.06
发行在外股份(百万股)	1950.0	1950.0	1950.0	1950.0
ROIC(%)	15.1%	14.7%	17.3%	18.0%
ROE(%)	15.9%	19.1%	22.3%	22.5%
毛利率(%)	31.6%	34.9%	34.7%	33.9%
销售净利率(%)	14.9%	18.8%	19.0%	18.7%
资产负债率(%)	52.0%	50.1%	51.1%	49.2%
收入增长率(%)	56.9%	13.0%	40.4%	24.9%
净利润增长率(%)	76.1%	42.3%	41.7%	23.3%
P/E	51.11	35.93	25.36	20.57
P/B	8.12	6.88	5.65	4.63
EV/EBITDA	28.29	28.76	21.26	17.64

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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