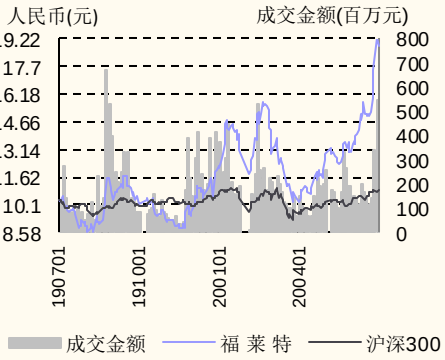
福莱特 (601865.SH，06865.HK) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：18.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	19.50
已上市流通 A 股(亿股)	3.41
流通港股(亿股)	4.50
总市值(亿元)	366.60
年内股价最高最低(元)	19.25/13.43
沪深 300 指数	4164
上证指数	2985



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《收入利润双创新高，资本助力发展提速-福莱特 2019 年度业绩快...》，2020.3.27

5.《新产线放量及提价贡献显著，Q3 业绩超预期-福莱特 2019 三季...》，2019.10.25

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

半年度业绩超预期，双玻渗透提速多角度利好

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	0.516	0.708	0.866
每股净资产(元)	8.15	9.26	9.02	11.08	13.66
每股经营性现金流(元)	0.96	1.04	1.72	1.62	2.19
市盈率(倍)	0.00	0.00	20.55	14.98	12.23
净利润增长率(%)	-4.50%	76.09%	40.22%	37.23%	22.42%
净资产收益率(%)	11.10%	15.89%	17.49%	19.53%	19.40%
总股本(百万股)	1,800.00	1,950.00	1,950.00	1,950.00	1,950.00

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年半年度业绩预告，预计净利润 4.2-4.7 亿元，同比增长 61%-80%，扣非净利润 4.1-4.6 亿元，同比增长 74%-95%，超市场预期。

评论

- **光伏玻璃销售同比量价齐升、成本端多因素下降，推动净利润同比高增并超市场预期：**同比角度，公司目前在产 4800 吨/天日熔量产能中最新的一条为 2019 年 4 月下旬点火的 1000 吨/天的凤阳三线，考虑产能爬坡，该产线在 2019H1 贡献的产量十分有限，同时前期冷修的 300x2 吨/天产线于 2019 年底复产，因此我们测算公司 2020H1 有效产能同比增加超过 30%，同时原材料、燃料成本同比下降及公司生产效率提升也对同比高增有贡献。季度环比角度：公司在 Q1 计提约 5000 万减值损失的情况下，实现单季净利润 2.15 亿元，Q2 光伏玻璃市场价环比 Q1 出现显著下降，而根据公司业绩预告范围，Q2 净利润大概率仍实现环比增长，我们预计原因主要来自：1）前期因疫情影响下游组件厂开工而堆积的库存在 Q2 得到良好的去化；2）国内 630 项目抢装带来的双玻组件需求上升令公司 Q2 产品销售结构改善。
- **双面双玻渗透率提升速度超预期，多角度利好光伏玻璃龙头：**继 5 月中旬双玻组件用薄玻璃、POE 胶膜率先出现涨价后，近日三峡新能源、国电投先后公布的 2GW/5.5GW 组件集采中双面双玻比例高至 50%/62%，进一步验证我们今年以来重点强调的“双玻渗透率将在 2020 年加速提升”的观点。参考单晶组件经历的“与多晶单 W 同价→需求爆发→恢复合理溢价”的过程，我们此前认为双玻组件今年会复制这一历程，但目前看来，由于电站商对双面发电量增益认可度的快速提升，双玻组件很可能跳过“单 W 同价”这一触发点，而直接在保持溢价的情况下获得终端的大比例选择。而双玻渗透的加速提升，将从多角度利好光伏玻璃龙头：1）提供额外玻璃需求增量，改善整体供需关系；2）龙头企业在薄玻璃产品上拥有更大的成本领先优势，双玻比例提升加速格局改善；3）单位融化量产能生产薄玻璃可实现更高的收入/利润规模、且毛利率更高，将显著提升企业单位产能盈利能力。
- **光伏玻璃年内价格底部基本确认，下半年大概率反弹。**展望后续供需，需求端有望保持逐季复苏态势，近期 26GW 竞价项目落地进一步提升 Q4 旺季确定性，而年内新增供给释放将在 8 月以后出现，与年底抢装需求启动时点基本匹配，玻璃价格（尤其是薄玻璃）最快有望从 Q3 中后期出现反弹势头。

盈利调整与投资建议

- 我们维持公司 2020~2022 年净利润预测 10.1、13.8、16.9 亿元，对应 EPS 为 0.52、0.71、0.87 元，维持公司 A/H 股“买入”评级。

风险提示：疫情超预期恶化；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**	**5,705**	**8,018**	**10,094**
增长率		*2.4%*	*56.9%*	*18.7%*	*40.5%*	*25.9%*
主营业务成本	-2,128	-2,233	-3,290	-3,762	-5,464	-7,021
% 销售收入	*71.1%*	*72.9%*	*68.4%*	*65.9%*	*68.1%*	*69.6%*
毛利	863	831	1,517	1,944	2,554	3,072
% 销售收入	*28.9%*	*27.1%*	*31.6%*	*34.1%*	*31.9%*	*30.4%*
营业税金及附加	-35	-29	-35	-40	-56	-71
% 销售收入	*1.2%*	*0.9%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-138	-128	-255	-297	-409	-505
% 销售收入	*4.6%*	*4.2%*	*5.3%*	*5.2%*	*5.1%*	*5.0%*
管理费用	-103	-118	-121	-126	-176	-222
% 销售收入	*3.4%*	*3.8%*	*2.5%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.2%*
息税前利润（EBIT）	588	556	1,105	1,482	1,912	2,275
% 销售收入	*19.6%*	*18.2%*	*23.0%*	*26.0%*	*23.9%*	*22.5%*
财务费用	-28	-2	-53	-48	-55	-67
% 销售收入	*1.0%*	*0.1%*	*1.1%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*
资产减值损失	9	-3	-15	-20	-28	-26
公允价值变动收益	-7	13	-5	-5	0	0
投资收益	0	-16	7	5	5	5
% 税前利润	*n.a*	*n.a*	*0.8%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.2%*
营业利润	492	459	846	1,193	1,645	2,017
营业利润率	*16.4%*	*15.0%*	*17.6%*	*20.9%*	*20.5%*	*20.0%*
营业外收支	4	8	17	17	15	15
税前利润	**496**	**466**	**863**	**1,210**	**1,660**	**2,032**
利润率	*16.6%*	*15.2%*	*17.9%*	*21.2%*	*20.7%*	*20.1%*
所得税	-69	-59	-145	-204	-280	-342
所得税率	*14.0%*	*12.6%*	*16.9%*	*16.9%*	*16.9%*	*16.8%*
净利润	427	407	717	1,006	1,380	1,690
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	**427**	**407**	**717**	**1,006**	**1,380**	**1,690**
净利率	*14.3%*	*13.3%*	*14.9%*	*17.6%*	*17.2%*	*16.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	427	407	717	1,006	1,380	1,690
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	226	257	342	31	39	37
非经营收益	20	34	158	-88	22	41
营运资金变动	-352	-268	-712	148	-407	-369
经营活动现金净流	**320**	**431**	**506**	**1,098**	**1,034**	**1,398**
资本开支	-551	-1,250	-1,285	-971	-1,325	-1,328
投资	20	4	0	-5	0	0
其他	2	-57	37	5	5	5
投资活动现金净流	**-529**	**-1,303**	**-1,248**	**-971**	**-1,320**	**-1,323**
股权募资	0	0	270	255	0	0
债权募资	742	494	663	-451	519	277
其他	-293	-43	-245	-80	-126	-121
筹资活动现金净流	**449**	**451**	**688**	**-276**	**394**	**156**
现金净流量	**240**	**-421**	**-54**	**-150**	**107**	**231**

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	571	802
应收款项	1,442	1,734	3,087	2,758	3,867	4,869
存货	268	377	484	567	815	1,037
其他流动资产	147	253	269	284	340	397
流动资产	2,941	3,047	4,453	4,072	5,593	7,104
% 总资产	*49.4%*	*43.8%*	*47.4%*	*40.6%*	*43.4%*	*45.1%*
长期投资	29	23	22	22	22	22
固定资产	2,170	3,129	4,007	5,102	6,397	7,692
% 总资产	*36.4%*	*45.0%*	*42.7%*	*50.9%*	*49.6%*	*48.9%*
无形资产	536	540	623	632	641	647
非流动资产	3,014	3,906	4,940	5,951	7,295	8,636
% 总资产	*50.6%*	*56.2%*	*52.6%*	*59.4%*	*56.6%*	*54.9%*
资产总计	**5,956**	**6,954**	**9,392**	**10,023**	**12,888**	**15,740**
短期借款	399	652	2,028	1,584	2,095	2,384
应付款项	1,416	1,473	2,234	1,984	2,881	3,701
其他流动负债	154	124	192	374	506	617
流动负债	1,969	2,250	4,454	3,942	5,483	6,702
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**	**4,274**	**5,822**	**7,030**
普通股股东权益	3,250	3,669	4,513	5,749	7,066	8,711
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**	**10,023**	**12,888**	**15,740**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.237	0.226	0.368	0.516	0.708	0.866
每股净资产	7.223	8.153	9.257	9.018	11.083	13.664
每股经营现金净流	0.711	0.958	1.037	1.722	1.622	2.194
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%	17.49%	19.53%	19.40%
总资产收益率	7.16%	5.86%	7.64%	10.03%	10.71%	10.73%
投入资本收益率	9.75%	7.29%	10.84%	13.95%	14.99%	15.17%
增长率						
主营业务收入增长率	0.81%	2.42%	56.89%	18.69%	40.54%	25.89%
EBIT增长率	-43.83%	-9.89%	103.43%	41.76%	33.25%	21.88%
净利润增长率	-39.63%	-4.50%	76.09%	40.22%	37.23%	22.42%
总资产增长率	33.33%	16.76%	35.07%	6.71%	28.59%	22.13%
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	260.4	239.9	234.0
偿债能力						
净负债/股东权益	0.04%	25.96%	37.58%	24.38%	25.55%	21.39%
EBIT利息保障倍数	17.3	274.9	17.0	26.4	31.0	30.8
资产负债率	45.42%	47.24%	51.95%	42.64%	45.18%	44.66%

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	3
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.40**

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	2019-04-21	买入	12.71	N/A
2	2019-05-16	买入	10.75	N/A
3	2019-08-26	买入	11.65	N/A
4	2019-10-25	买入	9.64	N/A
5	2020-03-27	买入	10.61	N/A
6	2020-04-20	买入	11.67	N/A
7	2020-04-30	买入	12.60	N/A
8	2020-06-14	买入	15.70	N/A

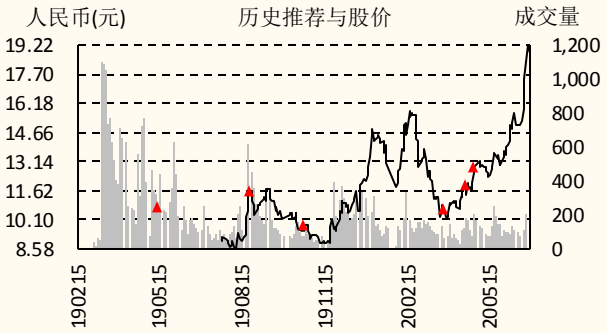
来源：国金证券研究所

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