资源与环境研究中心

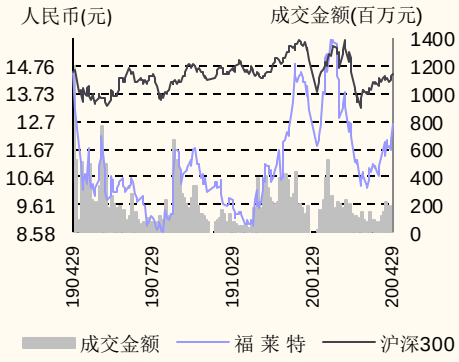
福莱特 (601865.SH，06865.HK) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：15.70 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)	245.70
年内股价最高最低(元)	12.60/10.21
沪深 300 指数	3867
上证指数	2822



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《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

5.《产能释放助业绩增长，下半年迎量价齐升-福莱特 2019 年中报点...》，2019.8.26

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

融资提速助力扩产，巩固龙头地位，维护竞争格局

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 年度非公开发行 A 股预案，拟募资不超过 20 亿元，用于年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃二期项目（14 亿）及补充流动资金（6 亿）。

评论

- **融资动作紧密配合扩产计划，护航产能建设顺利推进，助力市占率提升，巩固龙头地位：**公司自 2019 年 2 月上市以来，已先后公布三项重要扩产计划，分别为：安徽凤阳 75 万吨 x2 光伏组件盖板玻璃（二期、三期）、75 万吨导电膜玻璃项目，计划投资额分别约为 17.5 亿、17 亿、18 亿元。不考虑导电膜玻璃项目产能，在完成 75 万吨 x2 的光伏组件盖板玻璃产能建设后，加上计划今年下半年投产的两条 1000 吨/天越南产线，公司光伏玻璃日融化量将从 2019 年底的 5400 吨/天增加到 1.22 万吨/天（预计 2022 年底达到）。近期公司已通过可转债完成融资 14.5 亿元，本次增发融资将进一步助力公司顺利推进上述扩产项目，实现市占率提升、巩固行业龙头地位目标。
- **光伏玻璃年内价格底部基本确认，下半年大概率反弹。**今年以来，因国内外疫情对需求产生的负面影响及光伏玻璃产能的刚性特征，光伏玻璃 4 月、5 月主流指导价连续下调，3.2mm 规格产品从年初的 29 元/平米已调降至 24 元/平米，然从 5 月中旬开始，随着国内 630 抢装需求的启动，玻璃企业库存陆续开始下降，双玻组件用薄玻璃甚至率先出现小幅价格反弹。展望后续供需，需求端有望保持逐季复苏态势，年内新增供给则由于疫情原因普遍推迟一个季度以上，实际新增供给释放将在 8 月以后出现，我们判断目前玻璃价格已基本可以确认为年内底部，Q4 海内外需求共振或将创造近年来最强年底抢装，我们预计玻璃价格最快有望从 Q3 中后期出现显著反弹势头。
- **光伏玻璃高景气持续确定性强，龙头加速扩产有助维护优良竞争格局：**我们判断今年双面双玻组件将能实现和单玻组件单瓦同价，进而触发其渗透率加速提升（详见 4 月 10 日行业深度报告），并持续带来光伏玻璃需求的超额增速。公司作为业内成本领先企业，唯有通过高效扩产确保供给充足，才能将行业盈利水平控制在合理水平，从而抑制二线企业/新进入者的扩产冲动，以维护光伏玻璃行业优良的竞争格局。

盈利调整与投资建议

- 考虑公司近期对一条老产线进行停产冷修，我们调整公司 2020~2022 年净利润预测至 10.1（-9%）、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	4
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.43**

来源：朝阳永续

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。

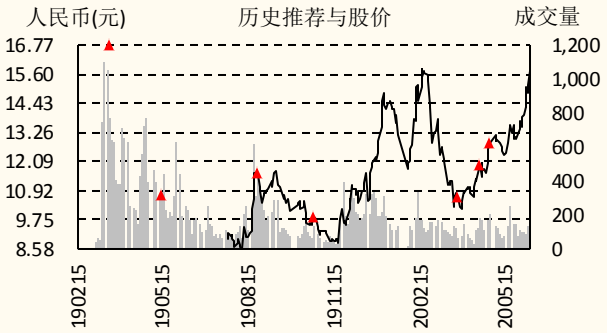
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-22	买入	16.77	N/A
2	2019-04-21	买入	12.71	N/A
3	2019-05-16	买入	10.75	N/A
4	2019-08-26	买入	11.65	N/A
5	2019-10-25	买入	9.64	N/A
6	2020-03-27	买入	10.61	N/A
7	2020-04-20	买入	11.67	N/A
8	2020-04-30	买入	12.60	N/A

来源：国金证券研究所



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