

福莱特玻璃 (6865.HK)

光伏玻璃产能扩张，毛利率会维持在较高水平

分析师： 韩 玲 S0260511030002

021-60750603

hanling@gf.com.cn

核心观点：

● 光伏玻璃行业领导者，积极扩张产能

公司是全球产能排名的第二的光伏玻璃企业制造商，公司积极扩产以满足光伏玻璃需求，公司将在安徽新建 3 条 1000 吨的生产线，以及在越南新建 800 吨的生产线，我们预计公司 2016-2018 光伏玻璃日熔化能力将分别达到 2290 吨、3290 吨和 4090 吨，产能的增长带动收入快速增长。

● 光伏玻璃产品毛利率仍能维持高位

2016 年上半年的光伏玻璃产品毛利率达到 41.9%，同比上升 8.9 个百分点。主要因为 1、国内光伏抢装行情 2、生产成本回落 3、公司技术优势，我们判断随着未来光伏玻璃产品价格有所回落，公司产品毛利率会下降，但由于公司的毛利率相对第二梯队优势较大，所以未来光伏玻璃业务毛利率仍能维持在 35% 以上。

● Low-E 玻璃产能扩张，助推工程玻璃收入增长。

Low-E 玻璃又称低辐射镀膜玻璃，可减少穿透玻璃的红外线辐射或热量，一般用于建筑物幕墙，是一种节能环保玻璃。公司计划在浙江嘉兴扩建新型 Low-E 玻璃和 Low-E 复合玻璃加工设施，年加工能力分别增加约 580 万平方米和 100 万平方米，预计将于 2016 年底投产。公司工程玻璃收入四年增长 10 倍，随着 Low-E 玻璃新建产能投入运营，工程玻璃收入将会继续保持高速增长。

● 竞得采矿权，降低石英砂原料成本

公司为了降低石英砂成本，竞得安徽省凤阳县一个石英矿的开采权，预计每年可开采 150 万吨石英矿石，并提炼约 75 万吨浮法石英砂。我们预计此举将有效降低公司生产成本。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为人民币 0.336 元、0.361 元和 0.420 元，给予“买入”评级。

● 风险提示：光伏玻璃价格下跌超出预期；政策不达预期；产能扩张进度慢于预期。

投资摘要	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	2,833	2,914	3,094	3,556	4,246
变动 (%)	29.5	2.8	6.2	14.9	19.4
净利润 (人民币百万)	393	434	604	649	756
全面摊薄每股收益	0.291	0.311	0.336	0.361	0.420
市盈率 (倍)	6.1	5.7	5.3	4.9	4.2
每股股息	0.000	0.074	0.081	0.087	0.101
股息率 (%)	0.0	3.9	4.9	5.4	6.1

目录索引

一、公司概况：全球领先的光伏玻璃制造商.....	4
1、历史沿革及股权结构.....	4
2、以光伏玻璃为主，收入稳步增长，盈利不断提升	5
二、光伏玻璃行业领导者，产能扩充在即	6
1、国内外光伏新增装机稳步增长，带动光伏玻璃需求.....	6
2、全球品牌战略，外销比例常年保持在 45%	8
3、积极扩充高效产能，淘汰其他落后产能.....	9
三、光伏玻璃毛利率将有所回落，但将维持较高水平	10
1、光伏玻璃产品价格上半年达到高位，未来有所回落.....	10
2、公司生产成本降低，毛利率明显上涨.....	11
3、公司光伏玻璃毛利率高于行业平均水平.....	13
四、传统玻璃增长平稳，LOW-E 玻璃产能扩张	14
1、浮法玻璃行业进入成熟期，公司浮法玻璃与家居玻璃增长平稳.....	14
2、LOW-E 玻璃产能扩张，助推工程玻璃收入增长	15
五、公司其他业务.....	16
1、竞得采矿权，降低石英砂原料成本.....	16
2、分布式光伏电站业务稳步发展.....	17
六、公司财务状况分析	17
1、毛利率分析.....	17
2、净利息费用与负债结构分析.....	18
3、资产负债率分析.....	18
七、估值比较与投资评级.....	19
八、风险提示	19

图表索引

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司 2012-1H2016 各业务收入占比	5
图 3: 公司历年收入及利润	5
图 4: 公司毛利率变化	6
图 5: 公司净利率变化	6
图 6: 全国光伏新增装机量	7
图 7: 全球光伏新增装机量	7
图 8: 2016-2019 年全球光伏装机量预测	8
图 9: 中国光伏玻璃产量	8
图 10: 福莱特国内与国外市场收入	9
图 11: 公司国内与国外市场收入占比	9
图 12: 信义光能光伏玻璃国内与国外市场收入	9
图 13: 信义光能国内与国外市场收入占比	9
图 14: 公司光伏玻璃日产能	10
图 15: 光伏玻璃价格走势	11
图 16: 公司生产成本	11
图 17: 液化天然气价格	11
图 18: 重油价格	12
图 19: 重质纯碱价格	12
图 20: 石英砂价格	12
图 21: 同业光伏玻璃毛利率比较	13
图 22: 全国浮法玻璃产量	14
图 23: 公司浮法玻璃销售收入	14
图 24: 公司家居玻璃销售收入	15
图 25: 中国玻璃幕墙行业产值	15
图 26: 公司工程玻璃销售收入	16
图 27: 公司玻璃生产成本细分	16
图 28: 公司石英砂出售收入	16
图 29: 公司整体毛利率水平	17
图 30: 公司净利息费用	18
图 31: 公司负债结构	18
图 32: 公司资产负债率	18
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 2015 年全球光伏玻璃企业产能排名	10
表 3: 公司收入预测	19
表 4: 公司与同业公司估值比较	19

一、公司概况：全球领先的光伏玻璃制造商

1、历史沿革及股权结构

福莱特玻璃集团股份有限公司（6865.HK）是全球领先的光伏玻璃制造商，2015年11月26日登陆香港联交所主板。公司主要从事光伏玻璃的设计、生产、销售业务，按产能计是全球第二大光伏玻璃制造商。公司同时从事浮法玻璃、家居玻璃和工程玻璃的设计、生产及销售业务。

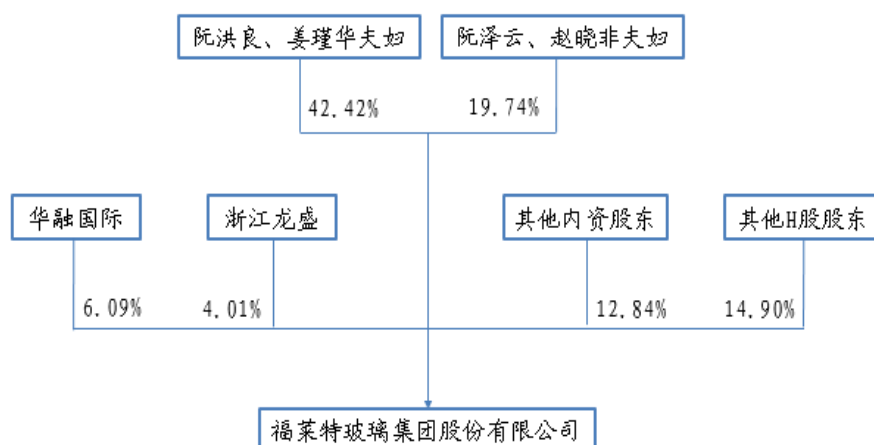
表 1：公司发展历程

日期	事件
1998 年 06 月	公司前身耐邦经贸成立，从事销售玻璃制品业务
2005 年 12 月	公司由有限责任公司改制为股份有限公司
2006 年 06 月	公司向第三方收购一个日产能为 100 吨的熔炉，成立全资附属公司上海福莱特，进入光伏玻璃行业
2007 年 08 月	公司间接全资附属公司浙江嘉福成立，旨在进一步扩大公司光伏玻璃生产规模
2009 年 06 月	浙江嘉福两个日产能为 300 吨的熔炉竣工并投入运营
2010 年 07 月	浙江嘉福二期玻璃加工设施竣工
2011 年 10 月	公司首个最高日产能为 600 吨的浮法玻璃熔炉投入运营
2012 年 05 月	公司首个 600 吨光伏玻璃熔炉投入运营
2012 年 10 月	公司年加工量达到 5.8 百万平方米的首条 Low-E 玻璃加工线竣工，并于 2012 年底开始商业生产
2012 年 12 月	公司第二个浮法玻璃熔炉投入运营，浮法玻璃最高日产能达到 1200 吨
2013 年 05 月	第二个日产能达到 600 吨的光伏玻璃熔炉投入运营
2015 年 11 月	登陆香港联交所主板，股票代码 06865
2016 年	分别与越南地方政府及中国安徽省凤阳县政府签订投资协议，拟建设新的光伏玻璃生产及加工设施

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2015年11月26日，公司登陆香港联交所主板，面向全球投资者发行H股股份。截至2015年12月31日，公司第一大股东及实际控制人为阮洪良、姜瑾华夫妇，第二大股东为阮泽云（阮洪良、姜瑾华夫妇的女儿）、赵晓非夫妇。华融资产管理公司旗下华融国际持有公司6.09%的股份，为公司第一大H股股东。浙江龙盛（600352.SH）持有公司4.01%的股份，为公司第二大H股股东。

图1: 公司股权结构

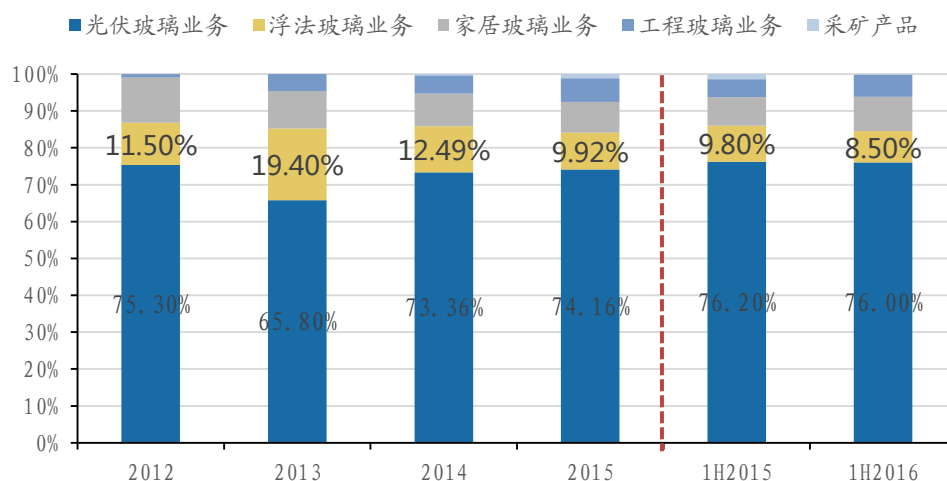


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、以光伏玻璃为主，收入稳步增长，盈利不断提升

公司主要产品为光伏玻璃，占公司收入的75%左右。公司其他产品包括浮法玻璃、家居玻璃和工程玻璃等，合计占公司收入的25%左右。

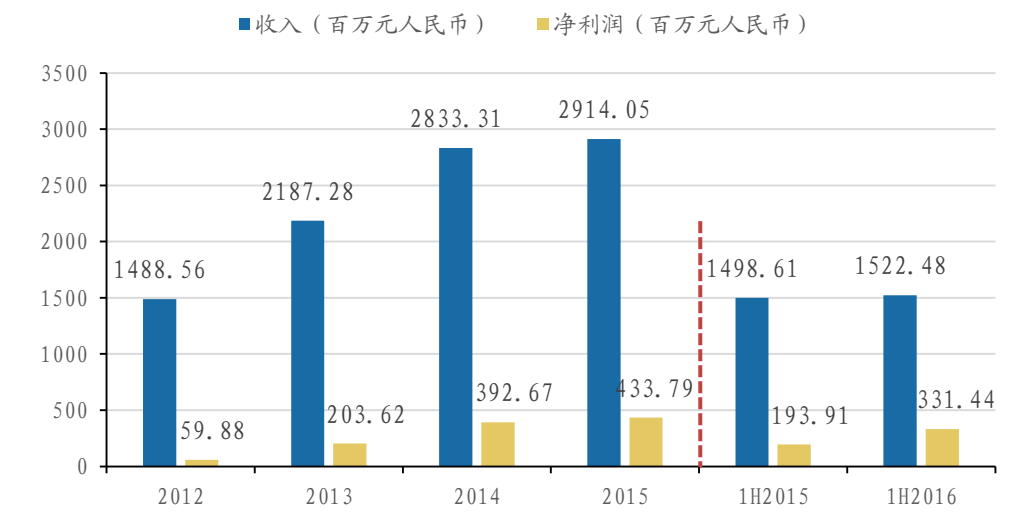
图2: 公司2012-1H2016各业务收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司近四年收入增长1倍，净利润增长超过6倍，保持良好发展势头。但是受限于产能瓶颈，公司收入及净利润在2015年只有微弱增长。公司计划进一步扩充产能，在越南建设日产能800吨的光伏玻璃熔炉及配套加工设施，在安徽建设3个1000吨的光伏玻璃熔炉及配套设施，这将为公司未来收入及利润增长带来强劲动力。

图3: 公司历年收入及利润

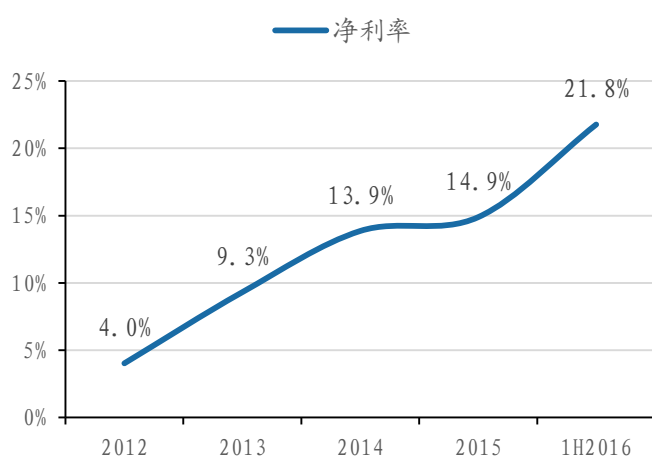
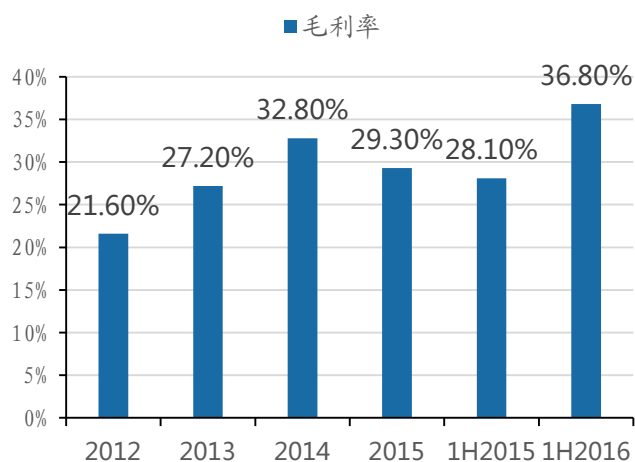


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

全球光伏新增装机保持稳定增长，光伏玻璃需求增加，公司光伏玻璃产能利用率不断上升，进入提高公司毛利率和净利率水平。2016年上半年，得益于光伏玻璃较高的价格，公司的毛利率和净利率分别达到36.8%和21.8%，继续保持较高的水平。

图4：公司毛利率变化

图5：公司净利率变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、光伏玻璃行业领导者，产能扩充在即

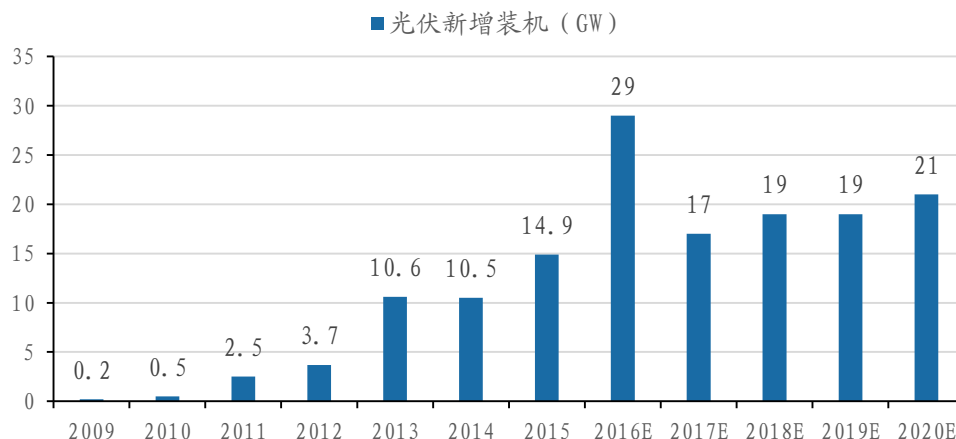
1、国内外光伏新增装机稳步增长，带动光伏玻璃需求

光伏玻璃用于制造光伏组件盖板，是生产光伏组件的必备材料。得益于各国政府对光伏行业的扶持，国内外光伏新增装机保持强劲，带动光伏玻璃需求。

国内光伏新增装机保持强劲。根据国家“十三五”能源规划，我国计划在2020年使光伏累计装机达到150GW，而截至2015年底光伏累计装机43GW，预计2016年新增装机

29GW，这意味着17-20年每年新增装机将约为19GW。国内光伏新增装机继续较快增长势头

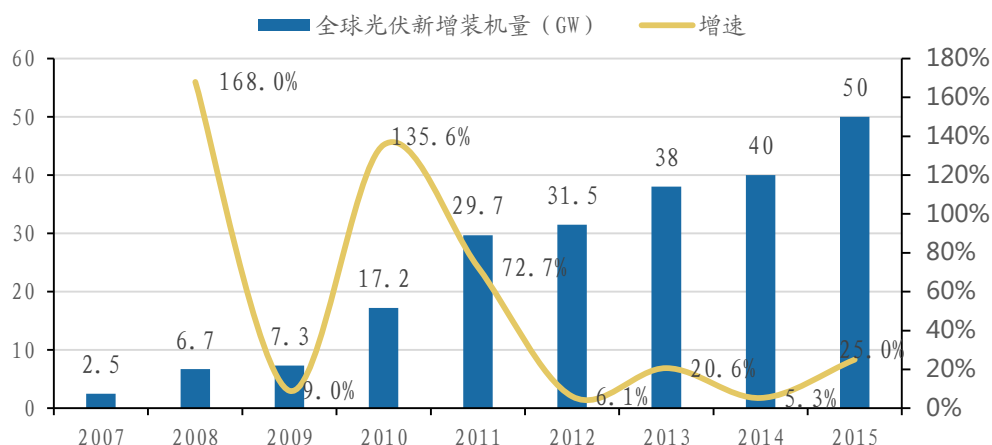
图6：全国光伏新增装机量



数据来源：广发证券发展研究中心

全球光伏新增装机稳定增长。光伏发电作为一种绿色无污染的清洁能源，受到各国政府高度重视，纷纷推出鼓励措施。在此推动下，全球光伏新增装机增长迅猛。目前欧洲光伏市场经过此前的高速增长后已进入成熟期，而中国、美国、日本及印度光伏市场则开始高速扩张，使全球光伏行业增长稳定。

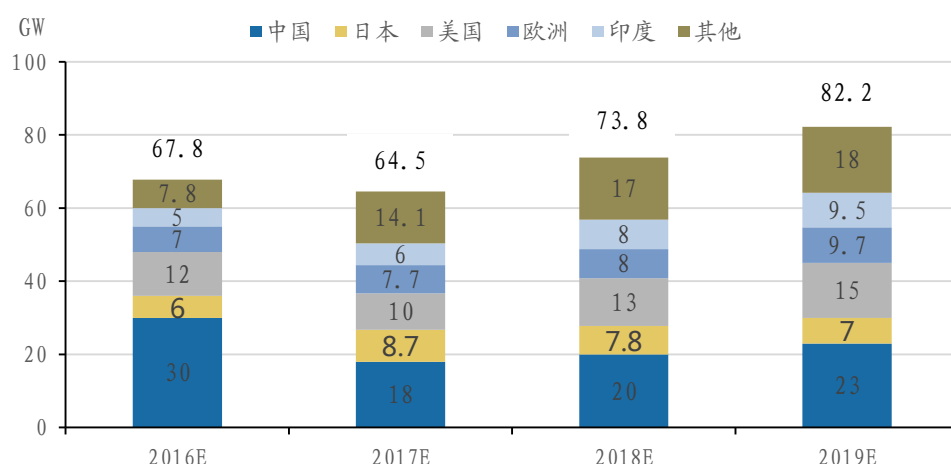
图7：全球光伏新增装机量



数据来源：欧洲光伏行业协会，广发证券发展研究中心

全球光伏新增装机将在未来几年继续保持强劲。根据研究机构的预测，2016-2019年全球光伏新增装机将分别达到67.8GW、64.5GW、73.8GW和82.2GW，继续保持较高的水平。

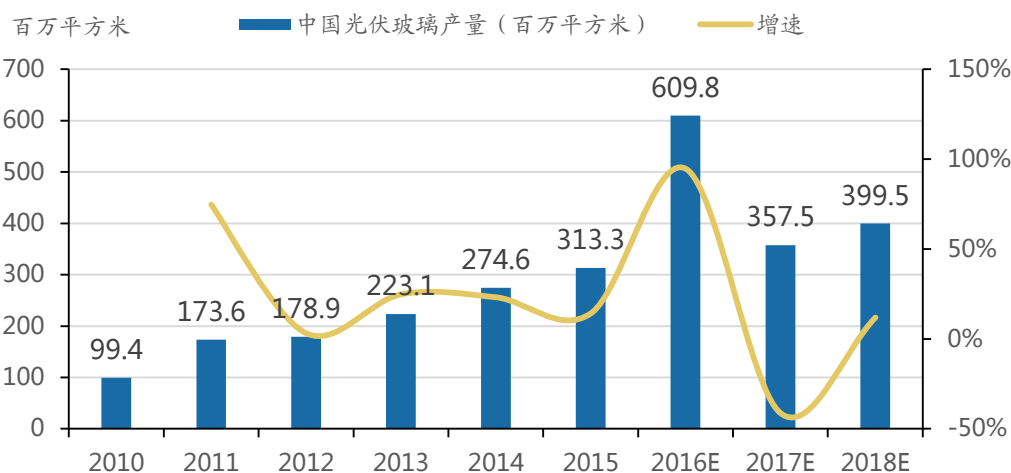
图8：2016-2019年全球光伏装机量预测



数据来源：IHS, 广发证券发展研究中心

中国是全球最大的光伏玻璃生产地，约占全球光伏玻璃产能的70%。未来几年全球光伏新增装机保持强劲，将使中国光伏玻璃产量继续保持高速增长。

图9：中国光伏玻璃产量

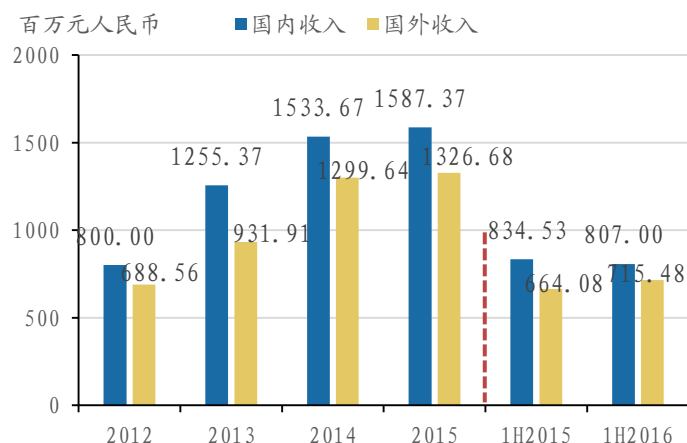


数据来源：广发证券发展研究中心

2、全球品牌战略，外销比例常年保持在 45%

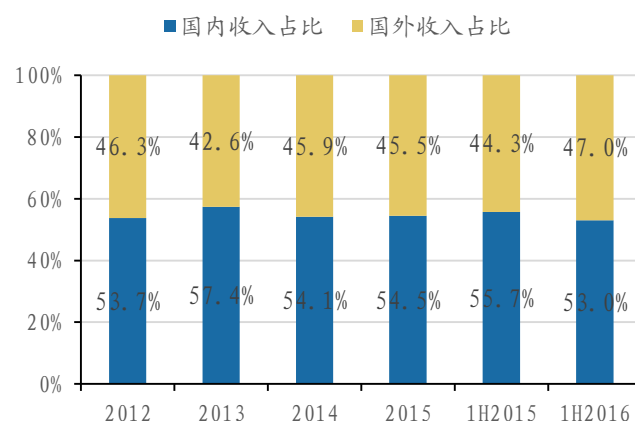
公司实施全球品牌战略，得益于国外光伏行业的高速发展，公司光伏玻璃大量出口国外，国外市场收入贡献一直保持在45%左右，是公司重要收入来源。相比同行业另一领军企业信义光能约 20%左右的海外收入占比，公司的海外收入水平一直是较高的。我们认为公司有较高占比的国外客户，而国外客户在量和价格上相对波动性没有国内客户大，所以对公司光伏玻璃业务是一个比较好的稳定作用。同时，目前人民币对美元贬值比较明显，汇兑收益对公司业绩也有所贡献，2016年上半年汇兑正收益达到2400万元。

图10: 福莱特国内与国外市场收入



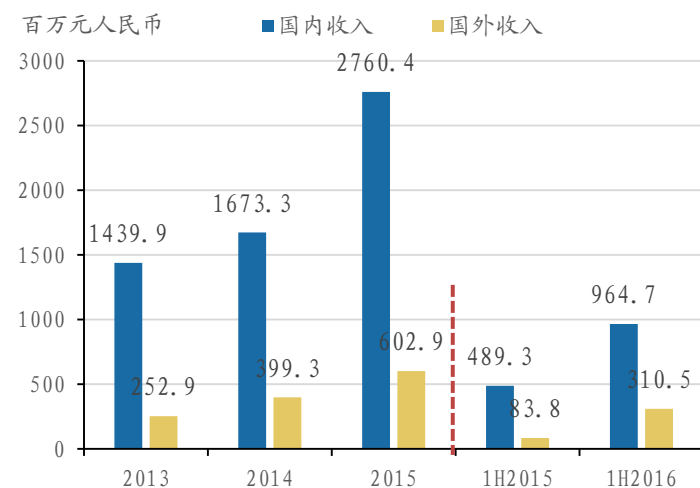
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 福莱特国内与国外市场收入占比



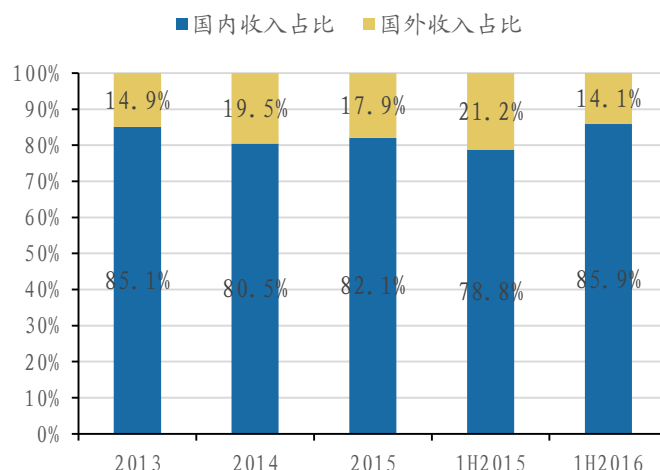
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 信义光能光伏玻璃国内与国外市场收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 信义光能光伏玻璃国内与国外市场收入占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3、积极扩充高效产能, 淘汰其他落后产能

公司在2013年底光伏玻璃产能已经达到2290吨/日, 近几年一直没有扩产, 根据2015年底的数据, 公司光伏玻璃日产能为2290吨, 排名全球第二, 全球市场份额为12.1%, 处于行业领先地位。

根据公司判断, 全球22家光伏玻璃熔窑厂, 特别是国内的产能有相当一部分是07-08年修建的, 目前也到了7-8年后的冷修期(大修期), 而且这里也有约30%左右的产能已经是落后的产能, 公司希望能在在这个时点释放出高效低成本的产能来淘汰掉全球约30%的落后产能。

公司计划在安徽省凤阳县建设3个1000吨光伏玻璃熔炉, 同时配套建设12条光伏原片玻璃生产线和16条光伏加工玻璃生产线, 设计年光伏玻璃加工能力为112.5百万

平方米。公司可借此向华中地区已有客户提供更佳服务，降低货物运输成本，同时提升在该地区的市场渗透率。第一期1000吨加工设施预计将于2017年投入运营。

目前在海外的销售依赖于出口，具有运输成本高、远离客户等缺点。公司计划在越南建设一个日产能800吨的光伏玻璃熔炉，同时配套建设年加工能力为27百万平方米的光伏原片玻璃加工设施。此举将使公司得以利用越南价格低廉的原材料、电力及人工，降低光伏玻璃成本，同时更好地服务于国外客户。

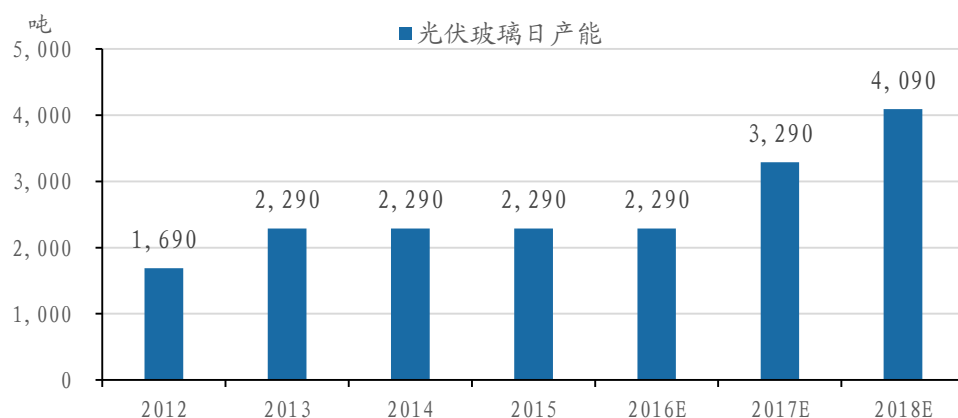
我们预计随着安徽和越南的光伏玻璃生产设施投入运营，公司2017年和2018年的光伏玻璃日产能将分别增至3290吨和4090吨，巩固在全球光伏玻璃行业的领先地位。

表 2：2015 年全球光伏玻璃企业产能排名

全球排名	公司名称	产能（吨/天）	市场份额
1	信义光能	3,800.0	20.2%
2	福莱特玻璃	2,290.0	12.1%
3	南玻	1,300.0	6.9%
4	中航三鑫	900.0	4.8%
5	安彩高科	750.0	4.0%
	其他	9,690.0	52.0%
	总计	18,850.0	100.0%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图14：公司光伏玻璃日产能



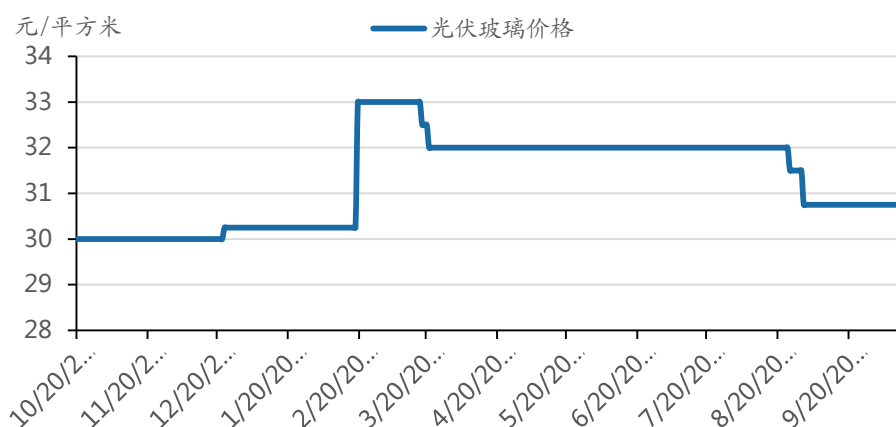
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、光伏玻璃毛利率将有所回落，但将维持较高水平

1、光伏玻璃产品价格上半年达到高位，三季度有所回落

上半年受国内光伏装机抢装影响，光伏玻璃价格有所上涨，近期已经开始有所回落。但总体我们认为产品价格还是会保持相对比较稳定。

图15：光伏玻璃价格走势图

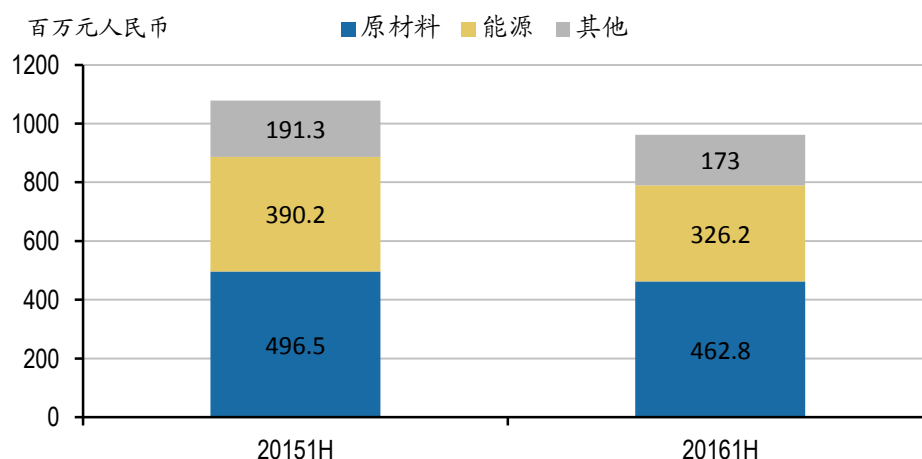


数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

2、公司生产成本降低，毛利率明显上涨

公司今年上半年能源成本下降比较明显，这也是公司16年上半年毛利率上涨明显的主要原因之一。

图16：公司生产成本



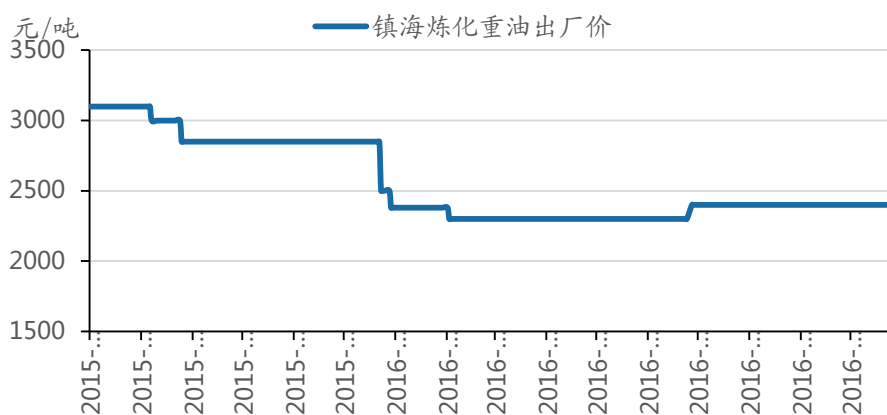
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图17：液化天然气价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 重油价格



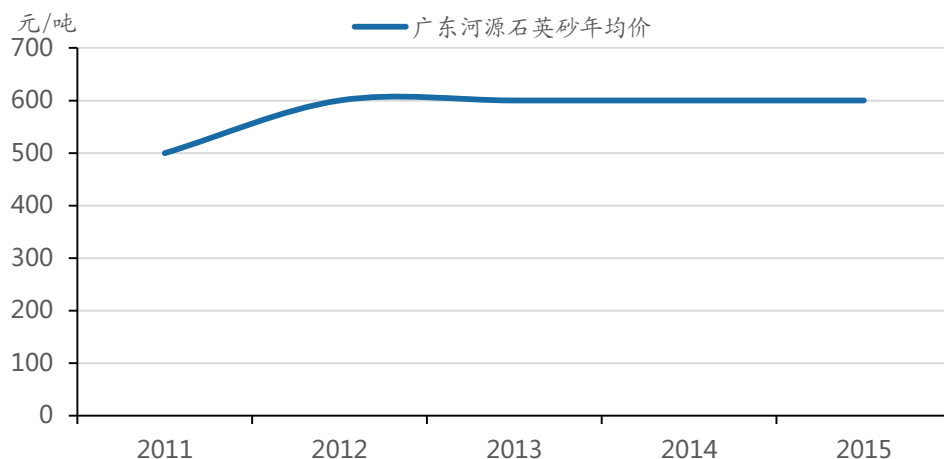
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 重质纯碱价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 石英砂价格



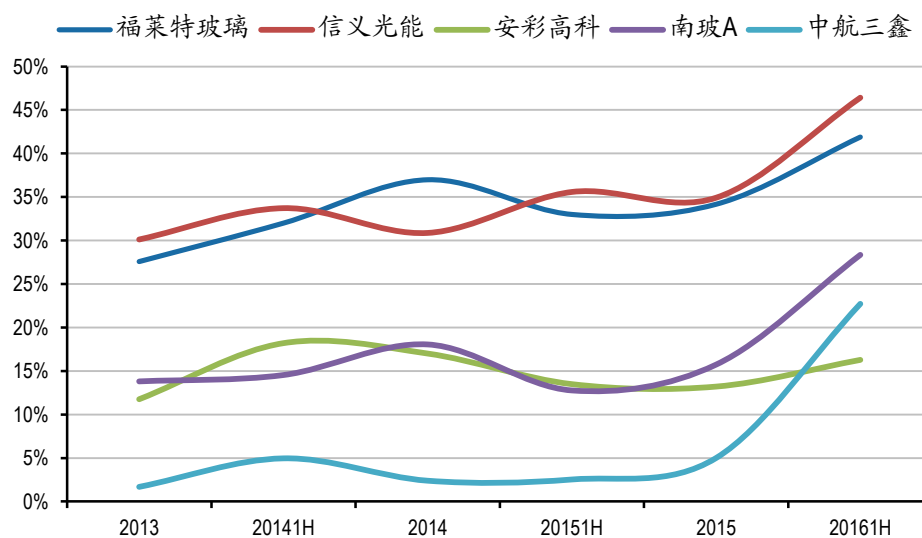
数据来源：百川资讯, 广发证券发展研究中心

3、公司光伏玻璃毛利率高于行业平均水平

2016年上半年, 公司光伏玻璃产品毛利率达到41.9%, 同比提升8.9个百分点, 从同行比较我们可以看到公司的毛利率水平和信义光能是第一梯队的, 2016年上半年的毛利率在40%以上, 相比其余公司的毛利率水平有较大幅度的优势。

我们认为随着光伏玻璃产品价格的回落, 公司毛利率会有所回落, 但由于同业第二梯队的毛利率在2016年上半年都在30%以下, 所以我们判断第一梯队的福莱特和信义光能的毛利率虽然会有所回落, 仍然会保持在35%以上的较高水平。

图21: 同业光伏玻璃毛利率比较



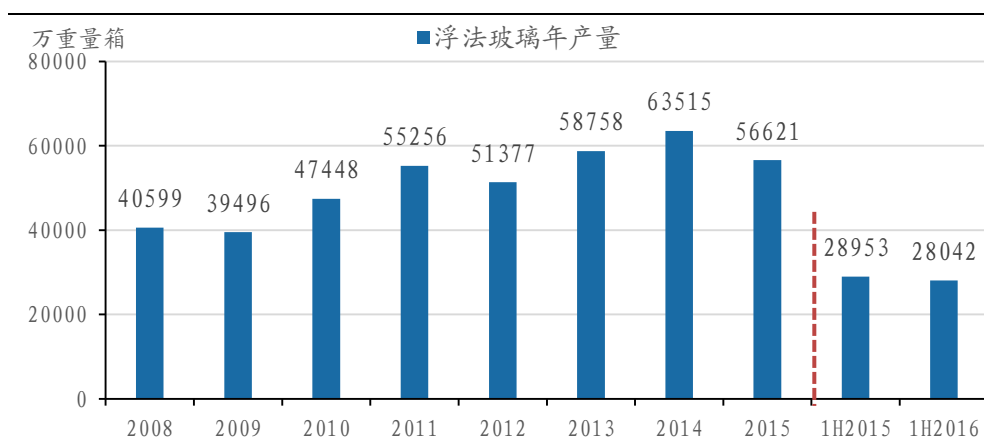
数据来源：公司公告, 广发证券发展研究中心

四、传统玻璃增长平稳，Low-E 玻璃产能扩张

1、浮法玻璃行业进入成熟期，公司浮法玻璃与家居玻璃增长平稳

浮法玻璃是平板玻璃的主要类型，用于制造其它各类型深加工玻璃。统计数据
显示，中国浮法玻璃年产量由2008年的40599万重量箱增长至2015年的56621万重量
箱，年复合增长率为5%，中国浮法玻璃行业已进入成熟期。

图22：全国浮法玻璃产量

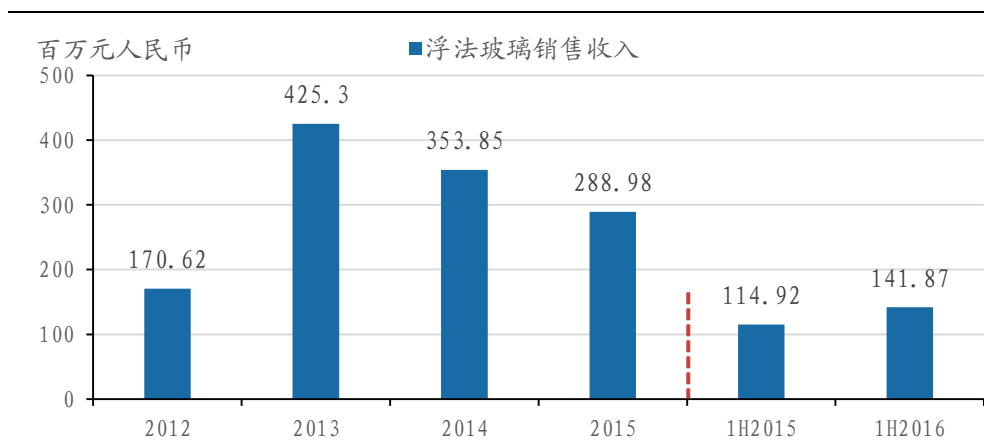


数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

截至2015年底，公司拥有两个日产能600吨的浮法玻璃熔炉以及2条浮法玻璃生
产线，所产浮法玻璃70%左右直接出售，余下30%浮法玻璃用于自行加工为家居玻璃
和工程玻璃后出售。

公司2013-2015年期间浮法玻璃销售收入缓慢减少，而今年上半年实现止跌回升。
我们预计公司未来几年浮法玻璃销售收入将稳定在3.2亿元左右。

图23：公司浮法玻璃销售收入



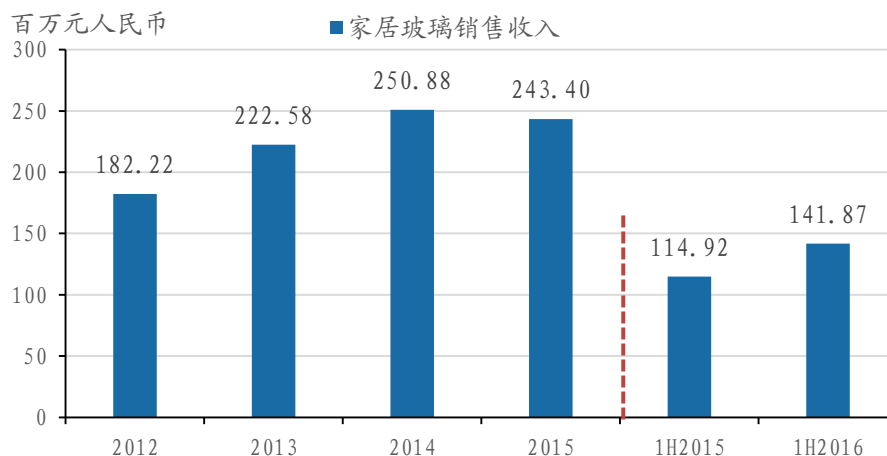
数据来源：公司资料, 广发证券发展研究中心

公司使用自产的浮法玻璃生产家居玻璃，主要产品包括镜子产品、钢化玻璃以

及其他家居用途的玻璃。

公司近三年家居玻璃销售收入保持稳定，今年上半年相比去年同期有较大幅度的增长。我们预计公司未来家居玻璃销售收入将缓慢增长。

图24：公司家居玻璃销售收入



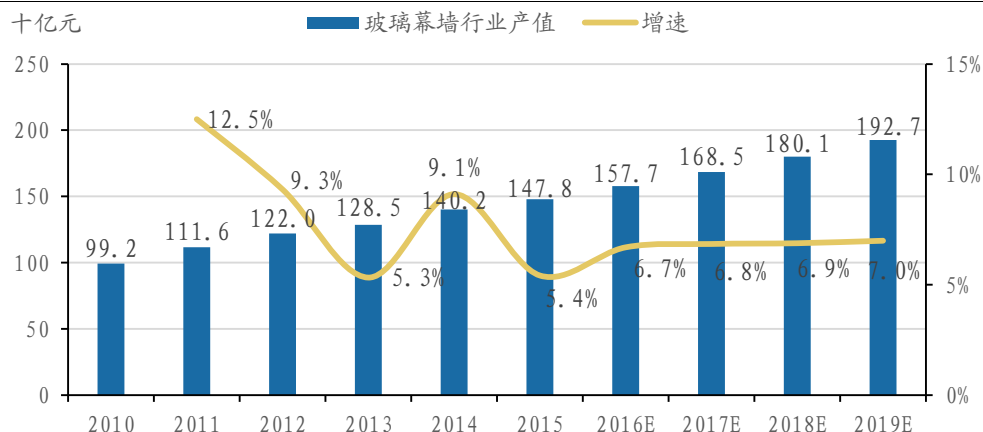
数据来源：公司资料, 广发证券发展研究中心

2、Low-E 玻璃产能扩张，助推工程玻璃收入增长

公司工程玻璃产品主要包括钢化玻璃、Low-E玻璃、中空玻璃及夹层玻璃。其中Low-E玻璃又称低辐射镀膜玻璃，可减少穿透玻璃的红外线辐射或热量，一般用于建筑物幕墙，是一种节能环保玻璃。

据研究机构预测，中国玻璃幕墙行业产值将在2019年达到1927亿元，年复合增长率达到7%。中国政府致力于提高能源效率且已开始执行多阶段计划以提高节能率。2010年以前，中国超过95%的新建筑物节能标准为50%。自2016年起，中国政府的目标为将大多数新建筑物的节能标准提高到65%以上。随着建筑物能效标准不断提高，Low-E玻璃在新建筑物的使用率将大大增加。

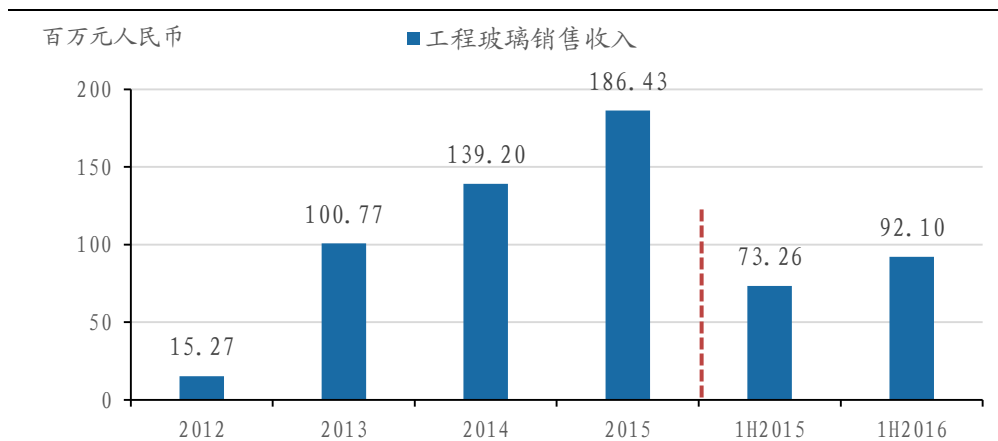
图25：中国玻璃幕墙行业产值



数据来源：中国建筑金属结构协会, Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

公司将在浙江嘉兴扩建新型Low-E玻璃和Low-E复合玻璃加工设施，年加工能力分别增加约580万平方米和100万平方米，预计将于2016年底投产。公司工程玻璃收入四年增长10倍，随着Low-E玻璃新建产能投入运营，工程玻璃收入将会继续保持高速增长。

图26：公司工程玻璃销售收入



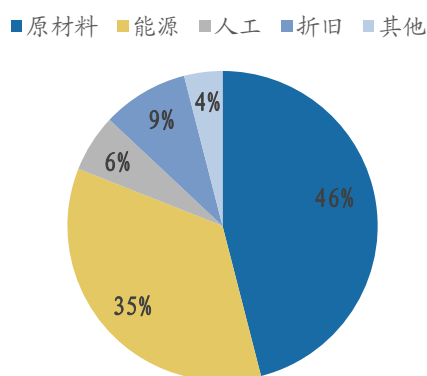
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

五、公司其他业务

1、竞得采矿权，降低石英砂原料成本

公司玻璃生产成本主要为原材料成本和能源成本，其中原材料成本占46%，能源成本占35%。原材料主要为石英砂和纯碱，能源主要为电力、重油、天然气等。

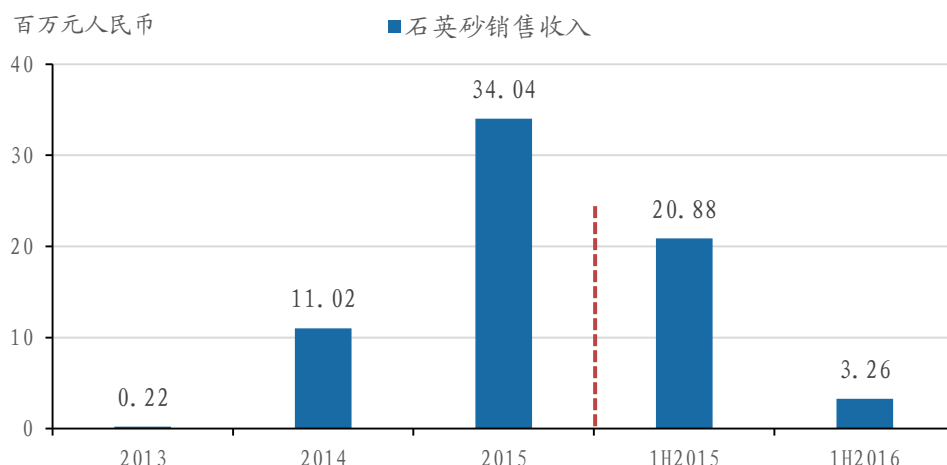
图27：公司玻璃生产成本细分



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

为保证更稳定的石英砂供应，同时低成本获取石英砂，公司于2011年4月竞得安徽省凤阳县灵山东麓山第七分段石英矿开采权，预计每年可开采150万吨石英矿石，并提炼约75万吨浮法石英石，专门用于生产浮法玻璃。公司从2013年开始将开采所得石英砂出售予第三方，2015年销售收入达到3000万元。我们预计此举将有效降低公司浮法玻璃生产成本。

图28：公司石英砂出售收入



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

2、分布式光伏电站业务稳步发展

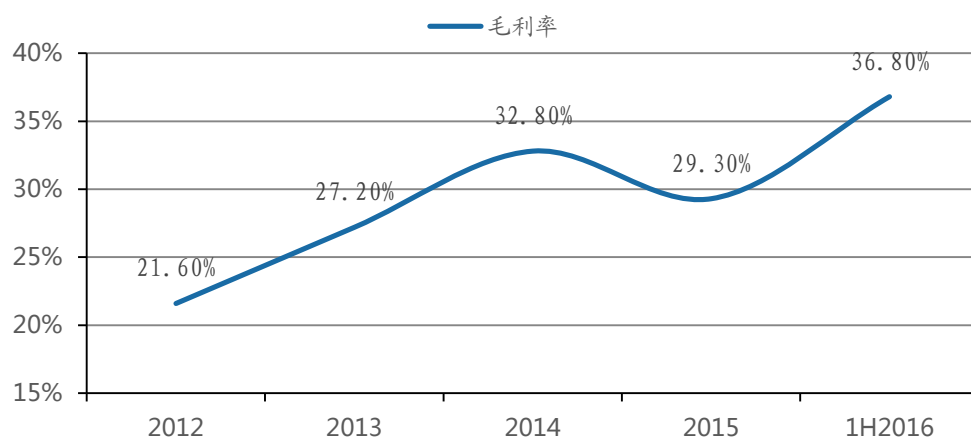
公司正积极探寻机遇以透过利用其现有营运经验扩展分布式光伏系统，从而优化器成本构架及提高其盈利能力。于2016年6月30日，公司分布式光伏装机容量为18.4MW，同时已核准储备的有91.9MW的分布式光伏系统。公司在电站运营业务的策略比较稳健保守。

六、公司财务状况分析

1、毛利率分析

公司近四年毛利率不断提升，已从2012年的21.6%上升到2015年的29.3%，2016年上半年更是达到了36.8%。公司毛利率不断提升主要有两个原因：一是公司多举措降低成本，包括自建分布式光伏电站、升级改造光伏玻璃熔炉以及获取采矿权等；二是公司产能利用率不断提升，降低了产品单位成本。公司未来将有更多大型熔炉投产，这将进一步提升公司毛利率水平。

图29：公司整体毛利率水平

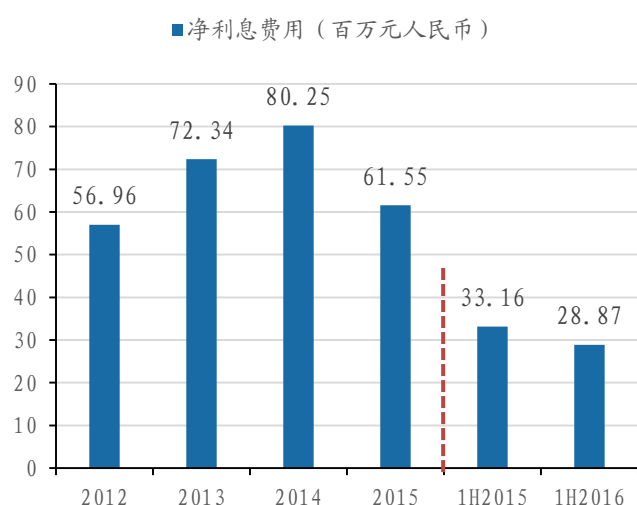


数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

2、净利息费用与负债结构分析

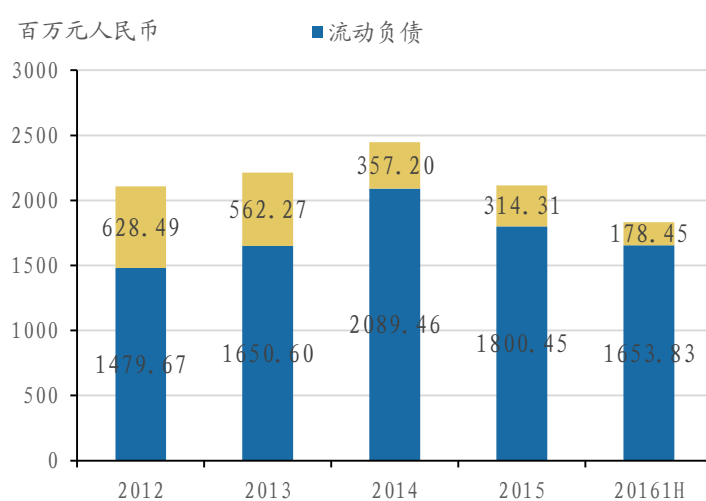
公司在2012-2014年期间不断扩充产能，流动负债不断增加，净利息费用稳步上升。公司2015年实现上市，利用募集资金偿还债务，整体负债有所减少，净利息费用大幅下降。公司计划在未来三年大幅扩充产能，而上市所募集资金不足以支撑产能扩张计划，故我们预计公司未来将增加借款，这将增加公司的净利息费用。截至二零一六年六月三十日止六个月，公司的财务成本由截至二零一五年六月三十日止六个月人民币33.2百万元减少人民币4.3百万元或13.0%至人民币28.9百万元。主要由于光伏玻璃行业近期回暖，客户向公司付款较及时等原因，因此公司的资本较充裕，偿还了部分银行借款以减少本公司借入的款项。

图30：公司净利息费用



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图31：公司负债结构

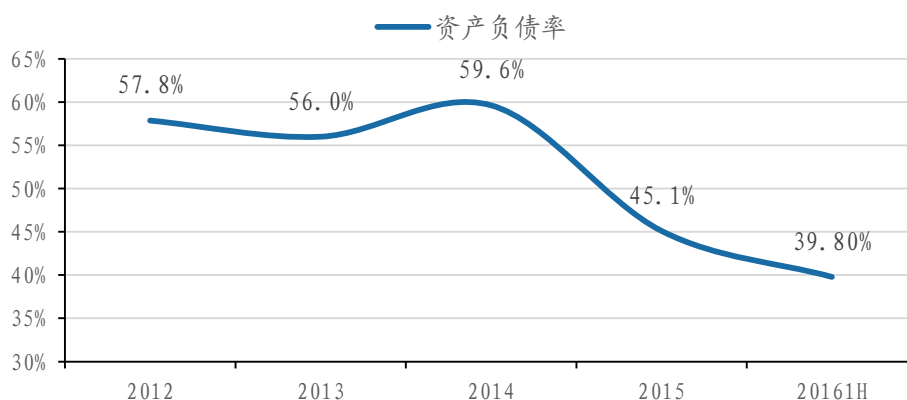


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、资产负债率分析

公司资产负债率在2012-2014年期间保持在58%左右，而2015年下降到45.1%，这是由于公司在港交所上市。公司计划在未来三年大幅扩充产能，这将需要借款筹措资金，我们预计未来公司资产负债率将逐渐上升。

图32：公司资产负债率



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

七、估值比较与投资评级

表 3: 公司收入预测

各产品收入 (百万元人民币)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
光伏玻璃	1,438.41	2,078.37	2,161.19	2,276.16	2,665.19	3,292.51
浮法玻璃	425.30	353.85	288.98	313.41	316.65	319.23
家居玻璃	222.58	250.88	243.40	255.59	253.59	251.22
工程玻璃	100.77	139.20	186.43	242.36	302.95	363.54
采矿产品	0.22	11.02	34.04	6.40	17.15	19.20
总收入	2,187.28	2,833.32	2,914.04	3,093.91	3,555.52	4,245.70

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

表 4: 公司与同业公司估值比较

公司名称	股价	市值	EPS				PE				PB			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
福莱特玻璃	1.90RMB	3.42BRMB	0.31	0.35	0.39	0.43	6.1	5.5	4.9	4.4	1.0	1.3	1.3	1.3
信义光能	3.32HKD	22.4BHKD	0.19	0.31	0.38	0.43	17.9	10.7	8.8	7.7	3.8	3.7	3.5	3.2
中航三鑫	8.11RMB	6.52BRMB	-0.29	-0.05	0.04	0.08	-28.3	-158.1	220.4	104.0	9.0	9.4	9.4	8.5
南玻 A	11.83RMB	19.9BRMB	0.30	0.43	0.52	0.61	39.3	27.7	22.6	19.3	3.1	2.9	2.7	2.4
安彩高科	9.58RMB	8.3BRMB	0.03	0.02	0.03	0.10	354.8	479.0	354.8	95.8	8.3	9.5	8.3	7.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

全球光伏行业将继续保持蓬勃发展势头, 这为公司带来了广阔的市场前景。公司积极扩张产能, 将为未来业绩带来强大动力。与同行业的信义光能相比, 公司目前市值和市盈率均较低, 我们预测公司2016-2018年EPS分别为人民币0.336元、0.361元和0.420元, 给予“买入”评级。

八、风险提示

光伏玻璃价格下跌超出预期; 政策不达预期; 产能扩张进度慢于预期。

资产负债表

单位: 人民币百万元

现金流量表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	141	922	371	356	340	税前利润	486	536	746	802	934
应收帐款	1,347	1,295	1,374	1,579	1,885	折旧与摊销	211	232	284	377	443
库存	309	210	222	255	305	净利息费用	78	60	61	89	121
其他流动资产	35	52	60	60	60	运营资本变动	-100	-141	-141	-32	-32
流动资产总计	1,832	2,479	2,027	2,250	2,590	税金	-94	-103	-142	-152	-177
固定资产	1,761	1,740	2,540	3,140	3,540	其他经营现金流	24	6	5	77	45
无形资产	224	201	201	201	201	经营活动产生的现金	605	592	814	1,161	1,334
其他长期资产	287	267	296	308	327	购买固定资产净值	-230	-143	-1,129	-1,429	-1,883
长期资产总计	2,272	2,209	3,038	3,650	4,068	投资减少/增加	0	0	0	-1	-3
总资产	4,104	4,688	5,065	5,900	6,658	其他投资现金流	33	-5	6	6	-26
应付帐款	993	833	853	991	1,183	投资活动产生的现金	-198	-148	-1,123	-1,424	-1,912
短期债务	764	749	958	1,421	1,720	净增权益	-82	915	0	0	0
其他流动负债	333	219	250	300	350	净增债务	234	-332	377	835	758
流动负债总计	2,089	1,800	2,061	2,712	3,253	支付股息	0	-254	-109	-117	-136
长期借款	136	183	281	415	582	其他融资现金流	-632	8	-510	-471	-60
其他长期负债	221	131	150	200	250	融资活动产生的现金	-481	337	-242	248	562
长期负债总计	357	314	431	615	832	期初现金	-73	781	-551	-15	-16
股本	338	450	450	450	450	现金变动	214	141	922	371	356
储备	1,320	2,123	2,123	2,123	2,123						
股东权益	1,658	2,573	2,573	2,573	2,573						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
总负债及权益	4,104	4,688	5,065	5,900	6,658						

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	27.5	26.2	33.7	34.2	34.1
息税前利润率 (%)	20.1	18.2	24.5	23.6	23.7
税前利润率 (%)	17.2	18.4	24.1	22.5	22.0
净利率 (%)	13.9	14.9	19.5	18.3	17.8
流动性					
流动比率 (倍)	0.9	1.4	1.0	0.8	0.8
净权益负债率 (%)	55.5	65.9	8.9	43.5	69.2
速动比率 (倍)	0.9	0.7	1.3	0.9	0.7
估值					
市盈率 (倍)	12.6	6.1	5.7	5.3	4.9
市净率 (倍)	1.5	1.4	1.0	1.2	1.2
价格/现金流 (倍)	4.6	4.0	4.2	3.9	2.8
企业价值/息税折旧前	8.9	6.0	4.8	5.1	5.1
周转率					
存货周转天数	44.3	40.4	39.1	33.3	31.7
应收帐款周转天数	178.0	162.2	163.2	155.3	149.5
应付帐款周转天数	120.4	131.8	119.2	106.3	100.5
回报率					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	23.2	18.0	18.0
净资产收益率 (%)	11.7	23.7	16.9	23.5	25.2
资产收益率 (%)	0.12	0.2	0.2	0.23	0.25

利润表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,833	2,914	3,094	3,556	4,246
销售成本	-1,905	-2,060	-2,020	-2,360	-2,816
经营费用	-2,267	-2,387	-2,336	-2,715	-3,241
息税折旧前利润	781	764	1,041	1,217	1,448
折旧及摊销	-211	-232	-284	-377	-443
经营利润 (息税前利)	569	531	757	840	1,005
净利息收入/(费用)	-78	-60	-61	-89	-121
其他收益/(损失)	-5	65	50	50	50
税前利润	486	536	746	802	934
所得税	-94	-103	-142	-152	-177
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	393	434	604	649	756
核心净利润	393	434	604	649	756
每股收益	0.291	0.311	0.336	0.361	0.420
EBITDA	781	764	1041	1217	1448
每股股息	0.000	0.074	0.081	0.087	0.101
收入增长 (%)	30	3	6	15	19
息税前利润增长 (%)	74	-7	43	11	20
每股收益增长 (%)	105	7	8	7	17

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

广发海外研究小组

欧亚菲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2011-2014年新财富批发零售行业第三名，第二名，第二名和第三名。

韩玲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2011-2014年新财富电力设备和新能源行业第五名，第二名。

贺菊颖：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2013年新财富医药行业第三名。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。