

盈利能力大幅提升，光伏玻璃双寡头格局强化

——福莱特 (601865.SH) 2020 年半年度报告点评

公司简报

◆ **事件**：公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营业收入 24.96 亿元，同比增长 23%；实现归母扣非后净利润 4.5 亿元，同比增长 92%；经营活动现金流净额 8.04 亿元，同比增长 646%，主要来源于 A 股可转债募集的资金。

◆ **光伏玻璃量价齐升，盈利能力大幅提高**：光伏玻璃业务仍是 20 年上半年增长的主要驱动力，受益于产能扩张和双玻需求增加，公司光伏玻璃产品量价齐升，上半年实现营收 21.28 亿元，同比增长 39%，占总营收比例为 85.3%，同比提高 10 个 pct；同时光伏玻璃业务毛利率 40.05%，同比增加 11.28 个 pct，盈利大幅提升，主要由于 20 年上半年光伏玻璃产品价格上升，同时纯碱、天然气及电力等成本大幅下降。分区域看，国内与亚洲其他国家收入分别增长 18%/62%，欧美市场受疫情影响收入有所下滑。浮法玻璃业务上半年实现营收 0.045 亿元，同比下降 95%，主要由于 19 年底年产 600 吨的浮法玻璃熔窑冷修；浮法玻璃售价下降，毛利率同比下降 10.5 个 pct 至 7.28%。家居玻璃和工程玻璃本期收入较上年同期分别下降 24%和 9%，主要由于受疫情影响销售订单减少。

◆ **20-22 年产能释放，与信义的双寡头格局强化**：转债项目凤阳两条日熔量 1,200 吨原片产线预计 21 年投产；定增项目凤阳二期两条日熔量 1,200 吨的原片产线预计分别于 21/22 年投产；受海外疫情影响，越南日熔量 1000 吨的光伏玻璃熔窑将推迟到 20 年底点火。同时，信义光能 6000 吨日熔量的产能也将在 20-21 年释放，双寡头格局进一步强化。随着双玻组件渗透率的持续提升，光伏背板玻璃需求将快速攀升。公司将于浙江投建年产 4,200 万平方光伏背板玻璃项目，率先抢占光伏背板玻璃市场。

◆ **上调至“买入”评级**：下半年光伏需求有望加速复苏，随着公司安徽和越南产能释放，双寡头格局强化，公司市占率有望提升；同时 20 年下半年行业产能释放有限，光伏玻璃供应仍偏紧，公司盈利有支撑。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润 10.14/13.86/17.37 亿元，对应 EPS 为 0.52/0.71/0.89 元，上调至“买入”评级。

◆ **风险提示**：光伏装机不及预期；玻璃生产过程的环境污染风险；贸易争端风险；原材料和燃料动力价格波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,064	4,807	5,961	8,111	9,421
营业收入增长率	2.42%	56.89%	24.01%	36.07%	16.15%
净利润 (百万元)	407	717	1,014	1,386	1,737
净利润增长率	-4.50%	76.09%	41.44%	36.65%	25.31%
EPS (元)	0.35	0.37	0.52	0.71	0.89
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.10%	15.89%	18.35%	20.05%	20.08%
P/E	114	70	49	36	29
P/B	12.6	11.1	9.1	7.3	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 4 日

买入 (上调)

当前价：25.74 元

分析师

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsec.com

郝睿 (执业证书编号：S0930520050001)

021-52523827

haopian@ebsec.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)

021-52523850

mars@ebsec.com

市场数据

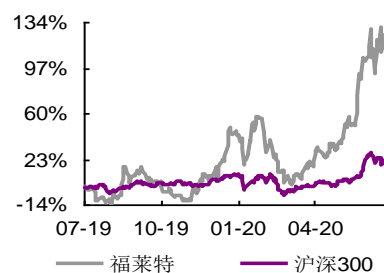
总股本(亿股)：19.50

总市值(亿元)：501.93

一年最低/最高(元)：8.50/25.74

近 3 月换手率：46.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.37	77.94	169.81
绝对	27.43	100.00	197.25

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,064	4,807	5,961	8,111	9,421
营业成本	2,233	3,290	3,960	5,368	6,109
折旧和摊销	254	328	427	539	647
税金及附加	29	35	43	59	69
销售费用	128	255	316	430	500
管理费用	118	121	151	205	238
研发费用	113	204	253	344	400
财务费用	2	53	48	77	73
投资收益	-16	7	2	2	2
营业利润	459	846	1,210	1,658	2,080
利润总额	466	863	1,220	1,667	2,089
所得税	59	145	206	281	352
净利润	407	717	1,014	1,386	1,737
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	407	717	1,014	1,386	1,737
EPS(按最新股本计)	0.23	0.37	0.52	0.71	0.89

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	431	510	1,222	1,513	2,101
净利润	407	717	1,014	1,386	1,737
折旧摊销	254	328	427	539	647
净营运资金增加	483	875	413	760	521
其他	-713	-1,410	-632	-1,172	-806
投资活动产生现金流	-1,303	-1,248	-1,566	-1,388	-1,388
净资本支出	-1,250	-1,285	-1,390	-1,390	-1,390
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-53	37	-176	2	2
融资活动现金流	437	684	491	149	-545
股本变化	0	38	0	0	0
债务净变化	556	668	532	212	-481
无息负债变化	24	926	524	1,131	610
净现金流	-421	-50	147	274	167

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.1%	31.6%	33.6%	33.8%	35.1%
EBITDA 率	23.5%	26.5%	28.6%	28.3%	29.8%
EBIT 率	15.2%	19.7%	21.5%	21.6%	23.0%
税前净利润率	15.2%	17.9%	20.5%	20.6%	22.2%
归母净利润率	13.3%	14.9%	17.0%	17.1%	18.4%
ROA	5.9%	7.6%	8.9%	9.8%	10.8%
ROE (摊薄)	11.1%	15.9%	18.4%	20.1%	20.1%
经营性 ROIC	8.2%	11.6%	12.8%	14.7%	16.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	47%	52%	52%	51%	46%
流动比率	1.35	1.00	0.98	1.06	1.21
速动比率	1.19	0.89	0.87	0.95	1.08
归母权益/有息债务	2.23	1.95	1.94	2.26	3.36
有形资产/有息债务	3.90	3.87	3.85	4.46	5.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,954	9,392	11,462	14,191	16,058
货币资金	683	613	760	1,034	1,201
交易性金融资产	0	0	0	0	1
应收账款	821	1,107	1,368	1,862	2,163
应收票据	911	1,976	2,384	3,244	3,768
其他应收款(合计)	1	4	5	6	7
存货	377	484	577	785	895
其他流动资产	182	175	175	175	175
流动资产合计	3,047	4,453	5,382	7,260	8,384
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,166	3,071	4,069	4,903	5,606
在建工程	961	929	827	782	761
无形资产	537	427	494	557	617
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	196	458	631	631	631
非流动资产合计	3,906	4,940	6,080	6,932	7,674
总负债	3,285	4,879	5,935	7,278	7,407
短期借款	450	1,316	2,260	2,472	1,991
应付账款	1,217	1,855	2,233	3,026	3,444
应付票据	220	339	408	552	629
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	58	165	231
流动负债合计	2,250	4,454	5,502	6,832	6,953
长期借款	989	282	282	282	282
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	56	64	77	86
非流动负债合计	1,035	425	433	446	454
股东权益	3,669	4,513	5,527	6,914	8,651
股本	450	488	488	488	488
公积金	790	1,033	1,083	1,083	1,083
未分配利润	2,424	2,975	3,939	5,325	7,063
归属母公司权益	3,669	4,513	5,527	6,914	8,651
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	5%	5%	5%	5%
管理费用率	4%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	0%	1%	1%	1%	1%
研发费用率	4%	4%	4%	4%	4%
所得税率	13%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.24	0.26	0.63	0.78	1.08
每股净资产	2.04	2.31	2.83	3.55	4.44
每股销售收入	1.70	2.47	3.06	4.16	4.83

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	114	70	49	36	29
PB	12.6	11.1	9.1	7.3	5.8
EV/EBITDA	18	12	9	7	5
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼