

买入 (维持)

6865.HK 福莱特玻璃

港股通(深)

目标价: 14.76 港元

现价: 12.70 港元

2020H1 毛利率超预期, 盈利能力有望维持高位

2020年8月5日

预期升幅: 16.2%

市场数据

日期	2020.08.04
收盘价(港元)	12.70
总股本(百万股)	1,950
香港流通股(百万股)	450
总市值(百万港元)	48,600
流通市值(百万港元)	5,715
净资产(百万元)	5,238
总资产(百万元)	11,193
每股净资产(元)	2.69

数据来源: Wind

相关报告

跟踪报告_20200701
业绩点评_20200421
业绩点评_20200328
跟踪报告_20200113
业绩点评_20191024
业绩点评_20190827
业绩点评_20190322
深度报告_20160811

海外能源、公用事业行业研究

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀皓

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,807	5,480	7,751	11,150
同比增长	56.9%	14.0%	41.5%	43.8%
净利润(百万元)	717	1,030	1,489	2,087
同比增长	76.1%	43.7%	44.5%	40.2%
毛利润率	31.6%	37.8%	36.0%	34.4%
净利润率	14.9%	18.8%	19.2%	18.7%
净资产收益率	17.5%	17.8%	17.7%	19.3%
基本每股收益(元)	0.37	0.55	0.74	1.04

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司 2020H1 业绩符合预期, 毛利率超预期。**公司 2020H1 收入 25.0 亿元, 同比增加 22.7%, 归母净利润 4.6 亿, 同比增加 76.3%, 符合之前业绩预告的预期和市场预期。公司 2020H1 光伏玻璃实现毛利率 40%, 超过市场预期, 也恢复到历史上较高水平, 主要受益于薄玻璃的结构性高价和 2020Q2 开始成本端纯碱、天然气的明显下降。展望到今年年底, 不排除在四季度由于需求的强劲, 玻璃价格继续出现上调的情况, 但也会受到新投产和冷修复产能释放的一定程度上的压制。成本端, 短期也较难看到纯碱和天然气价格环比明显提升的趋势。
- **公司良好的融资为产能扩张奠定基础, 稳定了行业地位。**公司的越南 2 条 1000 吨产线由于受疫情影响, 预计推迟于 2020 年年底之后陆续点火。2020 年 5 月公司顺利完成了可转债发行工作, 募资 14.5 亿元, 将用在计划于 2021 年投产的两条 1200 吨/日的玻璃产线。6 月, 公司又公告计划于年内定增预计募集资金 20 亿元, 计划在凤阳再增加 2 条 1200 吨的光伏玻璃产线的建设, 预计于 2021-2022 年陆续投产。另外, 公司拟在浙江投资 5.4 亿元建设六条年产 4200 万平方米的光伏背板玻璃产线, 在背板玻璃上增加产能储备。
- **我们的观点:**福莱特玻璃是稳居全球光伏玻璃市场份额第二的企业, 随着产能扩张, 预计未来继续实现市占率的提升。根据公司和行业的最新情况, 我们将公司 2020 年的收入下调 4.3%, 利润上调 15.7%, 主要是考虑到光伏玻璃比预期更高的毛利率。我们也将公司 2021 年的收入和利润预测分别上调 4.9% 和上调 12.2%, 将 2022 年的收入和利润预测上调 13.3% 和 14.8%, 主要是反映了公司新产能的投放。我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 5,480、7,751 和 11,150 百万元, 归母净利润分别为 1,030、1,489 和 2,087 百万元, 维持“买入”评级, 由于提升了盈利预测和估值切换, 将目标价从 9.15 港元上调为 14.76 港元, 对应 2021 年 18 倍 PE。

风险提示: 1、国内光伏需求不及预期; 2、海外光伏需求大幅下滑; 3、公司产能建设慢于预期。

报告正文

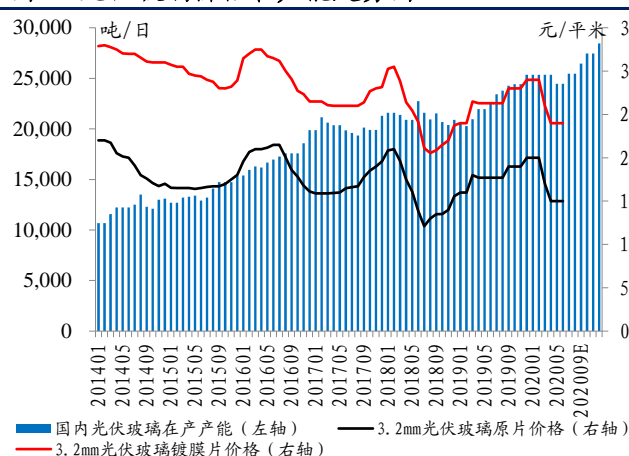
- 公司 2020H1 业绩符合预期，毛利率超预期。公司 2020H1 收入 25.0 亿元，同比增加 22.7%，归母净利润 4.6 亿，同比增加 76.3%，符合之前业绩预告的预期和市场预期。公司 2020H1 光伏玻璃实现毛利率 40%，超过市场预期，也恢复到历史上较高水平，主要受益于薄玻璃的结构性价和 2020Q2 开始成本端纯碱、天然气的明显下降。
- 展望到今年年底，不排除在四季度由于需求的强劲，玻璃价格继续出现上调的情况，但也会受到新投产和冷修复产能释放的一定程度上的压制。成本端，短期也较难看到纯碱和天然气价格环比明显提升的趋势。

表1、公司业绩对比

单位: 人民币千元	1H2019	2H2019	1H2020	HoH	Yoy	点评
收入	2,034,635	2,772,169	2,496,204	-10.0%	22.7%	光伏玻璃销量同比、环比增长, 售价同比提升、环比下降
销售成本	(1,461,799)	(1,827,937)	(1,544,251)	-15.5%	5.6%	
毛利	572,837	944,232	951,953	0.8%	66.2%	
毛利率	28.2%	34.1%	38.1%			光伏玻璃售价同比提升, 成本环比、同比下降明显, 毛利率提升
其他收益及开支	21,655	(42,161)	(51,909)	n.a.	n.a.	信用减值损失增加
分销及销售开支	(95,987)	(159,126)	(136,267)	-14.4%	42.0%	销售数量增加使运费增加
管理费用	(52,317)	(69,182)	(56,260)	-18.7%	7.5%	
研发费用	(104,391)	(99,761)	(99,793)	0.0%	-4.4%	薄玻璃、大尺寸玻璃等的研发
利息开支费用	(31,390)	(21,739)	(42,390)	95.0%	35.0%	计息负债规模扩大
除税前利润	310,407	552,263	565,333	2.4%	82.1%	
所得税开支	(48,987)	(96,439)	(104,526)	8.4%	113.4%	
期内利润	261,419	455,824	460,806	1.1%	76.3%	
归属股东净利润	261,419	455,824	460,806	1.1%	76.3%	

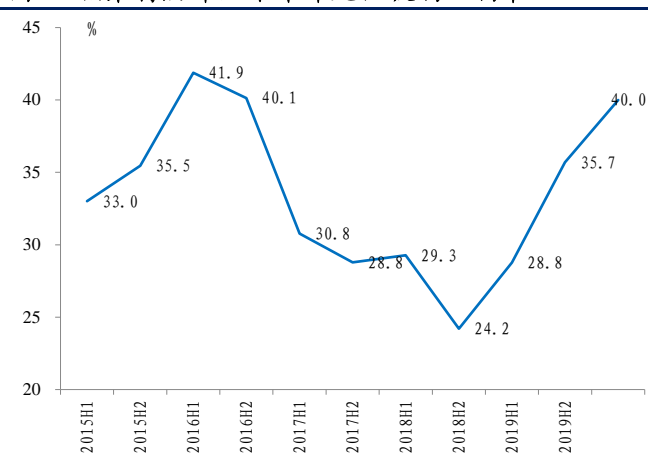
资料来源: 公司业绩报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图1、光伏玻璃价格和产能走势图



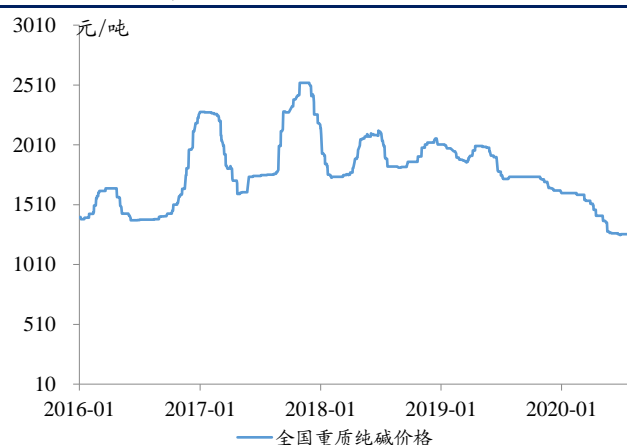
资料来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、福莱特历年上下半年光伏玻璃毛利率



资料来源: 公司业绩报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、全国重质纯碱价格



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、全国 LNG 现货进口平均到岸价



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司良好的融资为产能扩张奠定基础,稳定了行业地位。**公司的越南2条1000吨产线由于受疫情影响,预计推迟于2020年年底之后陆续点火。2020年5月公司顺利完成了可转债发行工作,募资14.5亿元,将用在计划于2021年投产的两条1200吨/日的玻璃产线。6月,公司又公告计划于年内定增预计募集资金20亿元,计划在凤阳再增加2条1200吨的光伏玻璃产线的建设,预计于2021-2022年陆续投产。另外,公司拟在浙江投资5.4亿元建设六条年产4200万平方米的光伏背板玻璃产线,在背板玻璃上增加产能储备。
- **公司盈利预测调整。**根据公司和行业的最新情况,我们将公司2020年的收入下调4.3%,利润上调15.7%,主要是考虑到光伏玻璃比预期更高的毛利率。我们也将公司2021年的收入和利润预测分别上调4.9%和上调12.2%,将2022年的收入和利润预测上调13.3%和14.8%,主要是反映了公司新产能的投放。

表2、公司盈利预测调整

	2020E			2021E			2022E		
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动
营业收入(百万元)	5,724	5,480	-4.3%	7,387	7,751	4.9%	9,845	11,150	13.3%
净利润(百万元)	890	1,030	15.7%	1,327	1,489	12.2%	1,818	2,087	14.8%

资料来源: 公司业绩报告, 兴业证券经济与金融研究院(注: 更新前数据为2020年7月1日报告预测数据)

- **我们的观点:** 福莱特玻璃是稳居全球光伏玻璃市场份额第二的企业,随着产能扩张,预计未来继续实现市占率的提升。我们预计公司2020-2022年的收入分别为5,480、7,751和11,150百万元,归母净利润分别为1,030、1,489和2,087百万元,维持“买入”评级,由于提升了盈利预测和估值切换,将目标价从9.15港元上调为14.76港元,对应2021年18倍PE。
- **风险提示:** 1、国内光伏需求不及预期; 2、海外光伏需求大幅下滑; 3、公司产能建设慢于预期。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	479	1,477	1,330	1,568	收入	4,807	5,480	7,751	11,150
应收账款及其他应收款	3,087	3,068	4,790	5,902	销售成本	(3,290)	(3,411)	(4,960)	(7,317)
存货	484	395	747	977	毛利	1,517	2,069	2,792	3,833
其他流动资产	269	272	274	277	其它收入	(21)	(94)	(94)	(94)
流动资产	4,453	5,346	7,274	8,859	销售费用	(255)	(294)	(378)	(542)
物业厂房及设备	4,007	4,895	5,595	5,974	管理费用	(121)	(155)	(271)	(390)
其他非流动资产	932	754	751	762	研发费用	(204)	(195)	(223)	(300)
总资产	9,392	10,995	13,621	15,596	营业利润	916	1,330	1,825	2,506
应付账款及其它应付款	2,193	2,303	2,326	2,349	财务费用	(53)	(76)	(50)	(44)
短期借款	2,028	1,308	1,146	1,146	税前利润	863	1,254	1,775	2,462
其他流动负债	233	96	96	96	所得税	(145)	(224)	(286)	(375)
流动负债	4,454	3,707	3,568	3,591	股东净利润	717	1,030	1,489	2,087
长期借款	282	202	184	184					
递延税项负债	49	49	49	49	财务分析	2019A	2020E	2021E	2022E
总负债	4,785	3,958	3,801	3,824	增长率				
总权益	4,607	7,037	9,820	11,772	总收入	56.9%	14.0%	41.5%	43.8%
					营业利润	86.2%	45.3%	37.2%	37.3%
					归母净利润	76.1%	43.7%	44.5%	40.2%
					盈利能力				
					毛利率	31.6%	37.8%	36.0%	34.4%
					经营利润率	16.1%	19.9%	24.3%	23.5%
					净利率	14.9%	18.8%	19.2%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率	52.0%	36.0%	27.9%	24.5%
					流动比率	1.00	1.44	2.04	2.47
					速动比率	0.89	1.34	1.83	2.19
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.59	0.54	0.63	0.76
					应收账款周转率	1.90	1.78	1.97	2.09
					每股指标(元)				
					每股收益	0.37	0.55	0.74	1.04
					每股净资产	2.34	3.79	4.87	5.84
					P/E	30.71	20.64	15.49	11.05
					P/B	4.88	3.02	2.35	1.96

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	863	1,254	1,775	2,462
财务费用	53	76	50	44
折旧摊销	302	404	506	627
所得税	(145)	(224)	(286)	(375)
其它	(562)	207	(2,065)	(1,347)
营运性现金流	510	1,718	(20)	1,411
资本开支	(1,306)	(1,306)	(1,206)	(1,006)
已抵押银行存款净额	0	0	0	0
其他投资活动	58	13	14	13
投资性现金流	(1,248)	(1,293)	(1,192)	(993)
借款所得款项	2,001	1,001	901	810
偿还借款	(1,201)	(1,801)	(1,081)	(648)
其他融资活动	(116)	1,374	1,244	(342)
融资性现金流	684	573	1,064	(180)
现金变化	(54)	998	(148)	239
期初持有现金	529	479	1,477	1,330
期末持有现金	479	1,477	1,330	1,568

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。