

买入

光伏玻璃毛利率超预期，下半年涨价刚刚开始

福莱特玻璃 (6865.HK)

2020-08-05 星期三

投资要点

目标价: **15.6 港元**
 现价: 12.7 港元
 预计升幅: 23%

► 公司 2020 年上半年光伏玻璃毛利率 40.05%，超出预期：

2020 年上半年公司实现收入约为人民币 24.96 亿元，同比上升 22.69%；净利润约为人民币 4.61 亿元，同比上升 76.27%；拟派每股中期股息人民币 6.5 分。期内光伏玻璃收入同比增长 38.92%，主要受益产能扩张和双玻需求增加以及平均价格高于去年同期。期内光伏玻璃分部的毛利率达到 40.05%，同比提升 11.28 个百分点，主要受益 2020 年上半年平均光伏玻璃产品销售价格上升，同时部分原材料价格下降所致。2020H1 公司光伏玻璃收入占比达到 85%（2019H1：75%），光伏玻璃收入占比的提升，叠加高毛利带来公司综合毛利率提升约 10 个百分点，达到 38.14%。公司上半年业绩表现特别是光伏玻璃毛利率超出市场预期。

重要数据

日期	2020-08-04
收盘价 (港元)	12.7
总股本 (百万股)	1,950
流通盘 (百万股)	450
流通值 (百万港元)	5,715
净资产 (百万元)	5,038
总资产 (百万元)	10,485
52 周高低 (港元)	12.9/3.44
每股净资产 (元)	2.69

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

► 公司顺利融资，加速扩产：

2020 年公司新增四条太阳能玻璃生产线，总产能为 4,400 吨/日，将分别于 2020 年底和 2021 年投产 2,000 吨/日和 2,400 吨/日产能，继公司可转债成功发行后，根据公司 A 股发行预案，公司将进一步扩充安徽凤阳 2*1,200t/d 窑炉线，届时未来公司总日容量将由 5,400 吨增加至 12,200 吨，产能扩充将进一步巩固公司龙头行业地位，规模成本优势更加显著。

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非
 (57.37%)

► 下半年光伏玻璃涨价刚刚开始：

上周光伏玻璃价格提前出现反弹，主要由于四季度提前抢装带来需求爆发，预期下半年光伏玻璃整体供需偏紧，而随着公司产能的逐步投产，2020-2022 年公司业绩将持续高增长。

相关报告

首次报告-20200717

维持买入评级，提高目标价至 15.6 港元：

我们提高公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 15.6 港元，相当于 2020 年和 2021 年 25 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	3,064	4,807	5,512	8,742	12,180
同比增长 (%)	3.0%	56.9%	14.7%	58.6%	39.3%
净利润	407	717	1,081	1,704	2,266
同比增长 (%)	-5.2%	76.1%	50.8%	57.6%	32.9%
每股盈利 (元)	0.23	0.37	0.56	0.88	1.17
PE@12.7HKD	49.7	30.9	20.5	13.0	9.8
每股股息 (元)	0.05	0.03	0.08	0.13	0.18
股息率	0.4%	0.3%	0.7%	1.2%	1.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

公司 2020 年上半年光伏玻璃毛利率 40.05%，超出预期：

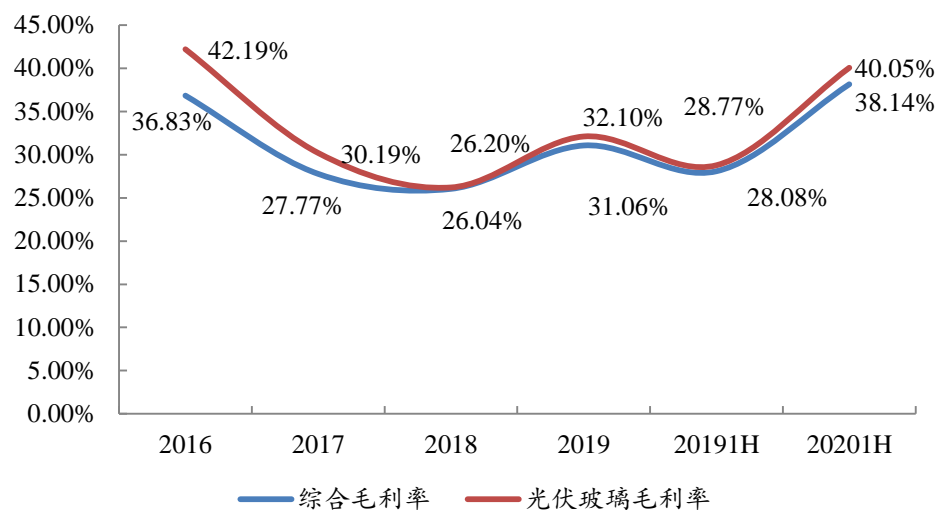
截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现营业收入约 24.96 亿元，同比上升 22.69%；净利润约 4.61 亿元，同比上升 76.27%；拟派每股普通中期股息人民币 6.5 分(税前)。期内，光伏玻璃收入较上期增长 38.92%，主要有两方面原因：一、受益于产能扩张和双玻需求增加，光伏玻璃销售量较去年同期增长；二、尽管 2020 年第二季度光伏玻璃价格有所下降，但平均价格高于去年同期。

期内浮法玻璃收入同比下降 95.41%，主要是一座年产能 600 吨浮法玻璃熔窑于 2019 年年底开始冷修，同时公司更多对浮法玻璃深加工后销售所致。家居玻璃和工程玻璃收入同比分别下降 23.62% 和 8.94%，主要是受疫情影响，销售订单减少所致。

期内光伏玻璃分部的毛利率达到 40.05%，同比提升 11.28 个百分点，主要受益 2020 年上半年平均光伏玻璃产品销售价格上升，同时部分主要原材料价格下降所致。公司上半年业绩表现特别是光伏玻璃毛利率超出市场预期。

2020 年上半年公司光伏玻璃收入占总收入比例达到 85%（2019H：75%），光伏玻璃收入占比的提升，叠加高毛利带来公司综合毛利率提升约 10 个百分点，达到 38.14%。

图 1：公司毛利率



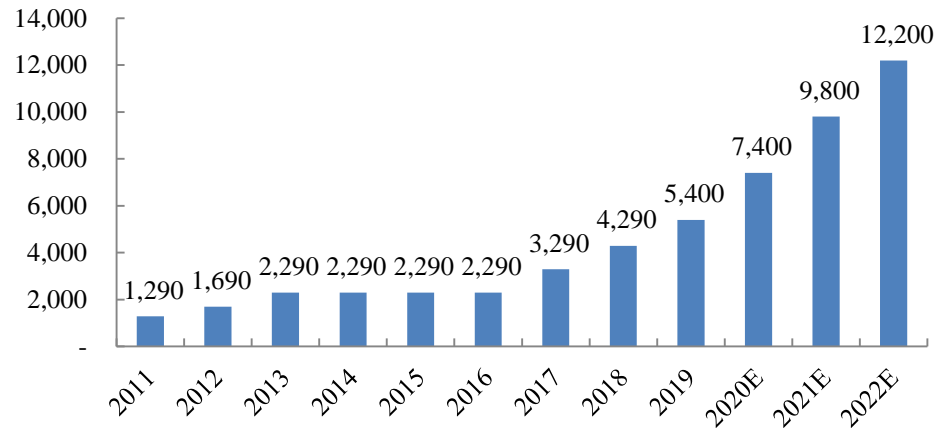
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司顺利融资，加速扩产：

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有总计日融化量 5,400 吨的光伏玻璃生产线。2020 年公司新增四条太阳能玻璃生产线，总产能为 4,400 吨/日，将分别于 2020 年底和

2021年投产2,000吨/日和2,400吨/日产能，继公司可转债成功发行后，根据公司A股发行预案，公司将进一步扩充安徽凤阳2*1,200t/d窑炉线，届时未来公司总日容量将由5,400吨增加至12,200吨，产能扩充将进一步巩固公司龙头行业地位，规模成本优势更加显著。

图2：公司产能（吨/日）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，提高目标价至15.6港元：

我们提高公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至15.6港元，相当于2020年和2021年25倍和16倍PE，目标价较现价有23%上升空间，维持买入评级。

风险提示：

海内外疫情影响下光伏装机需求不及预期；

光伏玻璃价格下跌

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE		PB	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	MRQ
A股														
601865.SH	福莱特	RMB	25.74	438	34.9	53.3	52.7%	4.7	8.0	70.7%	70.0	48.5	35.7	9.6
002623.SZ	亚玛顿	RMB	36.55	58	17.3	13.1	-24.3%	0.9	-1.1	-219.8%	-60.3	71.8	47.4	2.8
000012.SZ	南玻A	RMB	6.65	155	119.5	115.6	-3.2%	5.2	6.0	15.8%	38.1	26.8	22.2	2.1
H股														
0438.HK	彩虹新能源	HKD	0.93	21	26.5	24.9	-6.0%	0.9	1.0	12.1%	20.0	-	-	7.9
0968.HK	信义光能	HKD	9.26	756	77.3	91.6	18.4%	18.6	24.2	29.7%	31.3	24.6	18.8	5.1
6865.HK	福莱特玻璃	HKD	12.70	486	34.9	53.3	52.7%	4.7	8.0	70.7%	30.9	20.5	13.0	4.3

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3,064	4,807	5,512	8,742	12,180
经营成本	2,233	3,290	3,555	5,700	8,039
销售费用	128	255	265	402	560
行政费用	118	121	139	219	341
财务开支	2	53	35	30	30
投资收益(损失)	(16)	7	8	7	6
其他开支	(1,634)	644	350	400	600
税前盈利	459	846	1,282	2,029	2,703
所得税	59	145	219	346	459
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	407	717	1,081	1,704	2,266
折旧及摊销	256	334	349	365	381
EBITDA	89	197	626	1,226	1,724
增长					
总收入 (%)	-	57%	15%	59%	39%
EBITDA (%)	-	121%	218%	96%	41%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	683	613	1,048	1,178	1,713
应收账款	821	1,107	1,864	3,450	5,494
存货	377	484	523	754	945
其他流动资产	1,166	2,249	1,556	2,214	2,700
流动资产	3,047	4,453	4,990	7,596	10,852
固定资产	2,166	3,071	4,299	5,073	5,580
其他固定资产	1,740	1,869	2,500	2,343	2,440
非流动资产	3,906	4,940	6,799	7,416	8,020
总资产	6,954	9,392	11,789	15,012	18,872
流动负债	2,237	4,454	4,410	5,687	7,076
应付帐款	1,217	1,855	2,004	3,214	4,532
短期银行贷款	450	1,316	1,053	1,053	1,053
其他短期负债	570	1,283	1,352	1,420	1,491
非流动负债	1,048	425	1,893	2,305	2,737
长期银行贷款	989	282	296	311	326
其他负债	59	143	1,597	1,994	2,410
总负债	3,285	4,879	6,303	7,992	9,813
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	3,669	4,513	5,486	7,020	9,059
每股账面值(人民币元)	3.05	3.09	3.24	3.48	3.79
营运资金	810	(1)	581	1,909	3,776

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	3%	4%	11%	14%	14%
净利率 (%)	13%	15%	20%	19%	19%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	13%	17%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	41%	34%	34%	34%	34%
库存周转	62	54	54	54	54
应付账款天数	199	206	206	206	206
应收账款天数	98	84	84	84	84
ROE (%)	11%	16%	20%	24%	25%
ROA (%)	6%	9%	10%	13%	13%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.2	0.1	0.0	(0.0)
收入/总资产	0.44	0.51	0.47	0.58	0.65
总资产/股本	1.90	2.08	2.15	2.14	2.08
收入对利息倍数	1,901.1	90.5	157.1	291.4	401.4

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	89	197	626	1,226	1,724
融资成本	26	65	35	30	30
营运资金变化	-	(812)	582	1,328	1,867
所得税	161	152	219	346	459
营运现金流	431	510	851	1,508	1,772
资本开支	(1,530)	(1,335)	(1,225)	0	0
其他投资活动	227	87	(304)	(1,331)	(1,221)
投资活动现金流	(1,303)	(1,248)	(1,528)	(1,331)	(1,221)
负债变化	555	(631)	(630)	0	0
股本变化	0	38	0	0	0
股息	79	230	241	253	266
其他融资活动	(197)	1,048	1,496	(304)	(287)
融资活动现金流	437	684	1,107	(51)	(21)
现金变化	(435)	(54)	430	126	530
期初持有现金	950	529	479	914	1,044
汇率变动	14	4	4	4	4
期末持有现金	529	479	914	1,044	1,579

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>