

## 光伏玻璃量利齐升

买入 (维持)

2019年10月25日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号: S0600519020001  
021-60199793

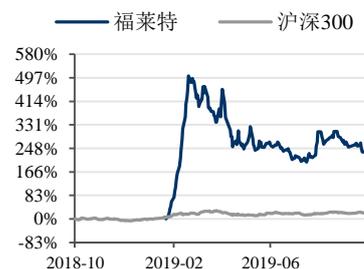
caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,064	5,097	7,039	8,886
同比 (%)	2.42%	66.35%	38.11%	26.25%
归母净利润 (百万元)	407	804	1109	1362
同比 (%)	-4.50%	97.29%	38.02%	22.81%
每股收益 (元/股)	0.23	0.41	0.57	0.70
P/E (倍)	42.60	23.39	16.95	13.80

### 投资要点

- Q3 单季盈利 2.5 亿元, 略超预期:** 公司发布 2019Q3 报告, 报告期内公司实现营业收入 33.81 亿元, 同比增长 49.71%; 实现归属母公司净利润 5.08 亿元, 同比增长 75.08%。对应 EPS 为 0.26 元。其中 2019Q3, 实现营业收入 13.46 亿元, 同比增长 69.17%, 环比增长 22.03%; 实现归属母公司净利润 2.46 亿元, 同比增长 219.65%, 环比增长 61.69%。2019Q3 对应 EPS 为 0.13 元。
- 光伏玻璃价格上涨, 量利齐升:** 1) 安徽凤阳三线上半年投产, 对三季度产量有贡献, 测算 Q3 光伏玻璃销量 0.45-0.50 亿平方米左右, 同比增长 40-50%, 环比增长了 20-25%。价格方面, 光伏玻璃价格 9 月份开始涨价, 产品均价较 Q2 有所上涨, 测算 Q3 光伏玻璃收入, 11.0-11.5 亿元, 环比增长 25-30%。四季度, 公司嘉福一线、二线改造完毕, 有望恢复生产, 玻璃均价也有望继续上行。2) 家居玻璃、建材玻璃、浮法玻璃, 预计收入 2.0-2.5 亿元, 维持稳定。受光伏玻璃价格上涨影响, Q3 公司毛利率 33.23%, 同比上升了 10.48、环比上升了 5.17 个百分点, 盈利能力改善明显。
- 龙头优势突出, 产能加速释放:** 公司在安徽凤阳第三座千吨级熔窑已经于 2019 年上半年点火, 目前太阳能光伏玻璃日融化量 5400 吨, 在全球光伏玻璃行业排名第 2 位, 市场占有率约 20%, 另有优质浮法玻璃日产量 1200 吨。预计: 1) 2019 年下半年嘉兴两座 300 吨级熔窑将完成冷修改造; 2) 越南海防两座日容量 1000 吨熔窑将于 2020 年陆续点火; 3) 安徽凤阳在投 2 座 1200 吨熔窑将于 2021 年陆续点火。公司 17 年前 600 吨以下小熔窑为主, 近年来, 陆续登陆 H 股、A 股市场, 加速产能建设。千吨级低成本大熔窑的陆续投产, 将快速增加产能规模, 降低生产成本。推动公司快速成长。
- 费用率上升, 现金流下降:** 公司 2019Q1-3 期间费用同比增长 75.10% 至 4.32 亿元, 期间费用率上升 1.85 个百分点至 12.77%。主要是销售费用同比上升 96.96%, 销售费用率上升 1.2 个百分点。应收账款 10.88 亿元, 增长 32.50%, 主要系销售规模扩大所致。存货 4.80 亿元, 略有增长。经营活动净现金流 2.15 亿元, 同比下降 33.40%。
- 盈利预测与投资评级:** 预计公司 19-21 年归母净利润分别 8.04、11.09、13.62 亿元, 同比分别增长 97.3%、38.0%、22.8%, EPS 分别 0.41、0.57、0.70 元。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.64
一年最低/最高价	2.88/18.38
市净率(倍)	4.31
流通 A 股市值(百万元)	1446.00

### 基础数据

每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	48.93
总股本(百万股)	1950.00
流通 A 股(百万股)	150.00

### 相关研究

- 1、《福莱特 (601865): 旺季来临, 量价齐升》2019-08-27
- 2、《福莱特 (601865): 双面风口, 龙头提速》2019-08-14

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3047.2</b>	<b>4290.0</b>	<b>5625.5</b>	<b>6625.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>3063.8</b>	<b>5096.6</b>	<b>7039.0</b>	<b>8886.5</b>
现金	683.0	600.0	789.3	690.8	减:营业成本	2232.8	3574.1	4925.7	6284.2
应收账款	1733.8	2792.7	3664.1	4382.4	营业税金及附加	28.6	45.9	63.4	80.0
存货	377.1	489.6	674.8	860.8	营业费用	128.3	254.8	351.9	444.3
其他流动资产	253.3	407.7	497.3	691.2	管理费用	154.5	221.8	299.5	373.4
<b>非流动资产</b>	<b>3906.3</b>	<b>4873.9</b>	<b>5837.6</b>	<b>6792.0</b>	财务费用	1.6	104.2	147.1	159.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失				
固定资产	3128.8	4114.4	5095.9	6068.3	加:投资净收益	-16.2	0.0	0.0	0.0
在建工程					其他收益	-43.2	37.9	37.9	37.9
无形资产	536.8	518.9	501.0	483.1	<b>营业利润</b>	<b>458.5</b>	<b>933.8</b>	<b>1289.3</b>	<b>1583.5</b>
其他非流动资产	240.7	240.7	240.7	240.7	加:营业外净收支	7.6	4.0	5.0	6.0
<b>资产总计</b>	<b>6953.5</b>	<b>9163.9</b>	<b>11463.0</b>	<b>13417.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>466.1</b>	<b>937.8</b>	<b>1294.3</b>	<b>1589.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>2250.0</b>	<b>3807.8</b>	<b>5206.0</b>	<b>5553.9</b>	减:所得税费用	58.8	121.9	168.3	206.6
短期借款	652.3	1688.1	2160.5	1715.2	少数股东损益	0.0	12.2	16.9	20.7
应付账款	1436.4	1958.4	2699.0	3443.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>407.3</b>	<b>803.6</b>	<b>1109.1</b>	<b>1362.1</b>
其他流动负债	161.4	161.3	346.5	395.3	EBIT	584.9	1018.0	1416.4	1722.6
<b>非流动负债</b>	<b>1034.8</b>	<b>1034.8</b>	<b>1034.8</b>	<b>1534.8</b>	EBITDA	839.0	1181.4	1649.1	2019.1
长期借款	989.4	989.4	989.4	989.4					
其他非流动负债	45.4	45.4	45.4	545.4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3284.9</b>	<b>4842.6</b>	<b>6240.9</b>	<b>7088.7</b>	每股收益(元)	0.23	0.41	0.57	0.70
少数股东权益	0.0	9.8	23.3	39.9	每股净资产(元)	2.04	2.21	2.67	3.22
归属母公司股东权益	3668.7	4311.5	5198.9	6288.6	发行在外股份(百万股)	1800.0	1950.0	1950.0	1950.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>6953.5</b>	<b>9163.9</b>	<b>11463.0</b>	<b>13417.2</b>	ROIC(%)	10.1%	14.4%	16.0%	16.7%
					ROE(%)	11.1%	18.6%	21.3%	21.7%
					毛利率(%)	27.1%	29.9%	30.0%	29.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	13.3%	15.8%	15.8%	15.3%
经营活动现金流	430.9	150.4	1114.9	1350.2	资产负债率(%)	47.2%	52.8%	54.4%	52.8%
投资活动现金流	-1302.9	-1108.4	-1176.3	-1231.0	收入增长率(%)	2.4%	66.3%	38.1%	26.2%
筹资活动现金流	436.6	875.0	250.6	-217.8	净利润增长率(%)	-4.5%	97.3%	38.0%	22.8%
现金净增加额	-420.9	-83.0	189.3	-98.5	P/E	42.60	23.39	16.95	13.80
折旧和摊销	254.1	163.4	232.7	296.5	P/B	4.73	4.36	3.62	2.99
资本开支	-1197.9	-1108.4	-1176.3	-1231.0	EV/EBITDA	24.60	20.01	15.18	12.82
营运资本变动	-404.4	-806.4	-220.4	-305.0					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

