

买入 (维持)

6865.HK 福莱特玻璃

港股通(深)

目标价: 4.37 港元

现价: 3.17 港元

行业涨价预期浓, 调入港股通提升股票流动性

2019年03月01日

预期升幅: 37.8%

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,975	3,247	5,116	6,373
同比增长	0.8%	9.1%	57.6%	24.6%
净利润(百万元)	430	446	655	840
同比增长	-29.1%	3.8%	46.9%	28.3%
毛利润率	27.8%	24.2%	28.8%	29.3%
净利润率	14.4%	13.7%	12.8%	13.2%
净资产收益率	13.8%	12.9%	16.0%	17.3%
基本每股收益(元)	0.23	0.25	0.34	0.43

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

## 市场数据

日期	2019.02.28
收盘价(港元)	3.17
总股本(百万股)	1,950
香港流通股(百万股)	450
总市值(百万港元)	13,391
流通市值(百万港元)	1,427
净资产(百万元)	3,464
总资产(百万元)	6,506
每股净资产(元)	1.92

数据来源: Wind

## 相关报告

业绩点评\_20180810

业绩点评\_20180403

业绩点评\_20170901

业绩点评\_20170404

跟踪报告\_20161107

业绩点评\_20160825

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](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车韵佳

[cheyunji@xyzq.com.cn](mailto:cheyunji@xyzq.com.cn)

## 投资要点

- **目前光伏玻璃行业有涨价预期。**我们认为, 等到国内光伏政策落地之后, 光伏玻璃有望随需求拉动而进行价格修复, 全年均价有望回升至 26-27 元/平方米的水平(2018H2 均价: 22-23 元/平方米), 而即使政策较为严厉, 目前的价格下降空间也很小, 再恢复至去年 7-10 月的历史低点可能性极小。
- **公司光伏玻璃产能扩张计划不变。**尽管在行业需求未见复苏的背景下, 公司并没有推迟新产能投产的计划, 在安徽 2 期产线今年 6 月投产后, 安徽 3 期产线将于 2019Q1 投产, 越南产线推迟于 2019H2 投产。再加上 2018 年年初投产的安徽 1 线, 我们预计 2019 年公司由产能投放带来的光伏玻璃产量的提升比例可以超过 50%。
- **A 股 IPO 成功, 3 月 1 日调入港股通。**2019 年 1 月 18 日, 公司获中国证监会核准发行不超过 1.5 亿股 A 股, 1 月 29 日, 公司在上交所上市, 发行 150,000 千股股份, 每股发行价为 2 元, 募集 3 亿元资金。公司预计将募集资金用于建设年产 90 万吨光伏玻璃项目和年产 10 万吨的在线 Low-E 镀膜玻璃项目。A 股成功发行后, 公司 H 股于 3 月 1 日加入港股通, 利于提升公司股票的流动性。
- **我们的观点:**福莱特玻璃是居全球市场份额第二的光伏玻璃生产企业, 在去年行业洗牌中, 公司不改原定扩产计划, 换来了市占率的提升。根据公司披露的 2018 年业绩快报以及对未来行业发展的判断, 我们上调了公司 2018-2020 年的盈利预测, 收入分别上调 7.1%, 22.7% 和 30.4%, 归母净利润分别上调 40.6%、96.8% 和 123.8%。利润的提升主要来源于玻璃价格提升和新产能投产带来成本下降共同作用下的毛利率提升, 财务费用也受益于 A 股 IPO 融资有所降低。我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 3,247、5,116 和 6,373 百万元, 归母净利润分别为 446、655 和 840 百万元, EPS 分别为 0.25、0.34 和 0.43 元, 2019 年 2 月 28 日股价对应的 P/E 分别为 10.9、8.0 和 6.3 倍, 维持“买入”评级, 调升目标价到 4.37 港元。

风险提示: 国内光伏补贴政策调整超出市场预期; 海外需求不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### 报告正文

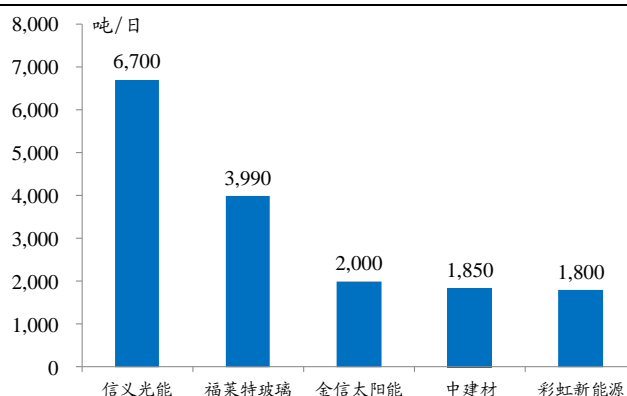
- **目前光伏玻璃行业有涨价预期。**尽管目前国内光伏年度政策还未最终敲定，但从去年年底国家层面表示支持光伏产业的平稳发展以及国内平价上网项目的增多角度来看，2019年国内需求大幅下滑可能性小，同时已经明显降低的装机成本也会继续促进海外需求。伴随着目前行业库存水平较低，以及我们测算2019年行业新增有效产能对产量的贡献仅略多于10%，行业已有明显涨价预期。我们认为，等到国内光伏政策落地之后，光伏玻璃有望随需求拉动而进行价格修复，全年均价有望回升至26-27元/平方米的水平（2018H2均价：22-23元/平方米），而即使政策较为严厉，目前的价格下降空间也很小，再恢复至去年7-10月的历史低点可能性极小。
- **公司在去年行业艰难时期不改产能扩张计划。**在去年“531”新政颁布后，公司并没有推迟新产能投产的计划，在安徽2期产线于去年6月投产后，安徽3期产线预计将于2019Q1投产，越南产线推迟于2019H2投产。再加上2018年年初投产的安徽1线，我们预计2019年公司由产能投放带来的光伏玻璃产量的提升比例可以超过50%，可以享受到2019年海外市场拉动下的全球光伏装机需求提升和国内平价上网到来后的2020年国内和海外装机的同时增长。

表1、公司产能扩张情况

名称	点火时间	产能
近期已投产产线情况		
安徽1期	2017年12月	1,000吨/日
安徽2期	2018年6月	1,000吨/日
新产线投产计划		
安徽3期	2019Q1	1,000吨/日
越南海防1期	2019H2	1,000吨/日

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、光伏玻璃行业日熔量前5大厂商（2018年底）



资料来源：信义光能年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **A股IPO成功，3月1日调入港股通。**2019年1月18日，公司获中国证监会核准发行不超过1.5亿股A股，1月29日，公司在上交所上市，发行150,000千股股份，每股发行价为2元，募集3亿元资金。公司预计将募集资金用于建设年产90万吨光伏玻璃项目和年产10万吨的在线Low-E镀膜玻璃项目。A股成功发行后，公司H股于3月1日加入港股通，利于提升公司股票流动性。

- **行业需求好转，上调盈利预测。**考虑到去年 11 月底光伏玻璃价格已经上调至 24 元/平米，而目前行业涨价气氛较浓，我们判断 2019 年玻璃均价回升至 26 元/平米以上。根据公司披露的 2018 年业绩快报以及对未来行业发展的判断，我们上调了公司 2018-2020 年的盈利预测，收入分别上调 7.1%，22.7% 和 30.4%，归母净利润分别上调 40.6%、96.8% 和 123.8%。利润的提升主要来源于玻璃价格提升和新产能投产带来成本下降共同作用下的毛利率提升，同时财务费用也受益于 A 股 IPO 融资有所降低。EPS 增幅小于利润增幅，主要由于增发带来的股份数扩大。

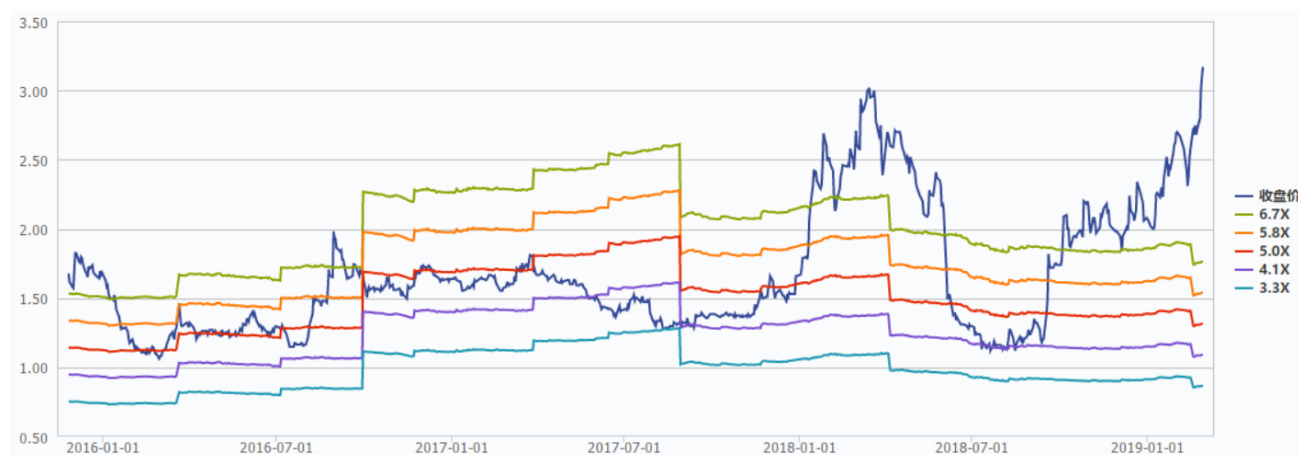
表 2、公司盈利预测调整

	2018E			2019E			2020E		
	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)	3,032	3,247	7.1%	4,168	5,116	22.7%	4,886	6,373	30.4%
净利润(百万元)	317	446	40.6%	333	655	96.8%	375	840	123.8%
每股收益(元)	0.18	0.25	40.6%	0.18	0.34	82.9%	0.21	0.43	106.6%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院（注：更新前数据为 2018 年 8 月 10 日报告预测数据）

- **我们的观点：**福莱特玻璃（6865.HK）是居全球市场份额第二的光伏玻璃生产企业，在去年行业洗牌中，公司不改原定扩产计划，换来了市占率的提升。我们调升了盈利预测，预计公司 2018-2020 年营收分别为 3,247、5,116 和 6,373 百万元，归母净利润分别为 446、655 和 840 百万元，EPS 分别为 0.25、0.34 和 0.43 元，2019 年 2 月 28 日股价对应的 P/E 分别为 10.9、8.0 和 6.3 倍，维持“买入”评级，调升目标价到 4.37 港元。
- **风险提示：**国内光伏补贴政策调整超出市场预期；海外需求不及预期。

图 2、公司历史 PE band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
现金	874	987	1,170	1,205	收入	2,975	3,247	5,116	6,373
应收账款及其他应收款	1,589	1,791	2,134	2,756	销售成本	(2,148)	(2,462)	(3,642)	(4,505)
存货	268	340	459	529	毛利	826	784	1,474	1,869
其他流动资产	220	220	221	221	其它收入	41	55	55	55
<b>流动资产</b>	<b>2,950</b>	<b>3,338</b>	<b>3,983</b>	<b>4,710</b>	其他经营净收益	(18)	26	0	0
物业厂房及设备	2,171	2,687	3,187	2,962	销售费用	(138)	(134)	(251)	(319)
其他非流动资产	835	824	816	811	管理费用	(107)	(119)	(202)	(258)
<b>总资产</b>	<b>5,956</b>	<b>6,849</b>	<b>7,987</b>	<b>8,483</b>	研发费用	(96)	(95)	(160)	(188)
应付账款及其它应付款	1,478	1,625	1,767	2,059	<b>营业利润</b>	<b>510</b>	<b>518</b>	<b>917</b>	<b>1,159</b>
短期借款	384	399	406	383	财务费用	(11)	(14)	(62)	(68)
其他流动负债	106	106	106	106	<b>税前利润</b>	<b>499</b>	<b>503</b>	<b>855</b>	<b>1,091</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,969</b>	<b>2,131</b>	<b>2,280</b>	<b>2,548</b>	所得税	(69)	(57)	(200)	(251)
长期借款	688	973	1,102	658	<b>股东净利润</b>	<b>430</b>	<b>446</b>	<b>655</b>	<b>840</b>
递延税项负债	49	49	49	49					
<b>总负债</b>	<b>2,705</b>	<b>3,153</b>	<b>3,431</b>	<b>3,255</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,250</b>	<b>3,696</b>	<b>4,556</b>	<b>5,228</b>	<b>财务分析</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
					<b>增长率</b>				
					总收入	0.8%	9.1%	57.6%	24.6%
					营业利润	-33.0%	1.6%	77.1%	26.4%
					归母净利润	-30.0%	3.8%	46.9%	28.3%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	27.8%	24.2%	28.8%	29.3%
					经营利润率	17.1%	15.9%	17.9%	18.2%
					净利率	14.4%	13.7%	12.8%	13.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.4%	46.0%	43.0%	38.4%
					流动比率	1.50	1.57	1.75	1.85
					速动比率	1.36	1.41	1.55	1.64
					<b>营运能力(次)</b>				
					资产周转率	0.57	0.51	0.69	0.77
					应收账款周转率	2.15	1.92	2.61	2.61
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.23	0.25	0.34	0.43
					每股净资产	1.81	2.03	2.33	2.66
					P/E	11.96	10.90	7.99	6.26
					P/B	1.49	1.33	1.16	1.01

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前利润	499	503	855	1,091
财务费用	11	14	62	68
折旧摊销	205	219	306	401
所得税	(46)	(57)	(200)	(251)
其它	(369)	(122)	(319)	(402)
<b>营运性现金流</b>	<b>300</b>	<b>558</b>	<b>703</b>	<b>907</b>
资本开支	(418)	(736)	(806)	(176)
已抵押银行存款净额	(79)	0	0	0
其他投资活动	(96)	5	7	7
<b>投资性现金流</b>	<b>(594)</b>	<b>(731)</b>	<b>(799)</b>	<b>(169)</b>
借款所得款项	1,367	1,504	1,354	812
偿还借款	(625)	(1,203)	(1,218)	(1,279)
其他融资活动	(188)	(14)	144	(236)
<b>融资性现金流</b>	<b>554</b>	<b>286</b>	<b>279</b>	<b>(703)</b>
现金变化	259	113	183	35
期初持有现金	721	950	1,063	1,247
期末持有现金	980	1,063	1,247	1,282

## 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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited 和四川省蓝光发展股份有限公司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。