

## 玻璃价格企稳，新产能达产降低成本

### ——福莱特玻璃 (6865.HK) 2018年8月光伏玻璃销售价格点评

海外公司简报

◆**玻璃价格基本见底，行业集中度有望提升：**8月嘉兴福莱特玻璃的3.2mm镀膜玻璃平均销售价格约为22元/平方米，环比降低1元/平方米。自5.31光伏新政以来，嘉兴福莱特的3.2mm镀膜玻璃平均销售价格已下降21%，行业平均售价已下降26%。目前3.2mm镀膜玻璃行业均价在20.5元/平方米左右，行业内大部分企业已处于亏损状态，落后产能有望加速出清。此外，8月原片玻璃价格环比提升3%至13元/平方米，9月部分厂家报价达14-15元/平方米。原片玻璃价格上涨有助于稳定镀膜玻璃价格，预计后续镀膜玻璃价格有望企稳甚至略有回升。

◆**产能扩张有序推进，新产能拉低综合成本：**公司光伏玻璃扩产将按原计划推进。安徽第二条1,000吨产线已于18年6月点火，预计第三条将于19年1季度点火。公司于越南的生产线已完成大部分厂房的基础施工，预计第一座1,000吨产线将于19年上半年投运。新的1,000吨产线由于具有规模优势、更低的单位能耗，在成本方面较老的产线会有明显降低。在检修方面，公司一条490吨产线已在今年3月底停产检修，一条300吨产线已在7月底停产检修。通过投产新的1,000吨产线、老的产线停产检修，公司可以实现综合成本的下降，从而增强竞争力。

◆**欧盟取消MIP，关注印度保障措施调查结果：**8月31日，欧盟委员会宣布决定在9月3日结束欧盟对中国光伏电池和组件的反倾销和反补贴措施，最低进口价格(MIP)措施将在9月3日到期，有望增加国内组件企业对欧盟的出口。7月印度公告建议对中国、马来西亚及其他发达国家的光伏电池和组件产品征收为期两年的保障措施税。8月13日，印度财政部公告暂缓征收保障性关税。印度为目前全球第三大光伏市场，17年新增装机9GW。17年国内34%的组件出口至印度。目前印度保障措施听证会延期，仍需关注印度保障措施调查结果对市场的影响。

◆**维持“买入”评级，上调目标价至HK\$1.58：**光伏玻璃价格趋稳，公司新产线投产降低综合成本。根据光伏玻璃最新价格及公司成本情况，上调盈利预测至18-20年EPS分别为0.22、0.39、0.42人民币，根据DCF模型，将目标价由HK\$1.48上调至HK\$1.58，维持“买入”。

◆**风险提示：**需求不及预期；产能扩张不及预期；成本高于预期

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,951	2,975	3,057	4,810	5,534
营业收入增长率	1%	1%	3%	57%	15%
净利润(百万元)	606	430	401	705	752
净利润增长率	40%	-29%	-7%	76%	7%
EPS(元)(摊薄)	0.34	0.24	0.22	0.39	0.42
ROE(归属股东)(摊薄)	20%	13%	11%	18%	17%
P/E	3.1	4.4	4.7	2.7	2.5
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：wind、光大证券研究所预测（股价为2018年9月13日收盘价）

## 买入（维持）

当前价/目标价：1.20/1.58 港币

目标期限：6个月

### 分析师

殷磊 (执业证书编号：S0930515070001)

021-22169176

[yinl@ebsec.com](mailto:yinl@ebsec.com)

### 联系人

刘佳

021-22167201

[liujia1@ebsec.com](mailto:liujia1@ebsec.com)

### 市场数据

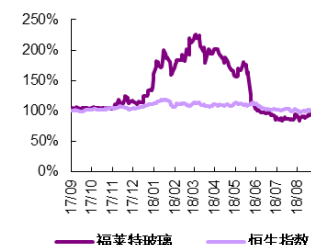
总股本(亿股)：18.00

总市值(亿港元)：21.24

一年最低/最高(港币)：1.09/3.16

近3月换手率：18.0%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.2	-0.9	-2.5
绝对	-2.5	-15.1	-8.3

### 相关研报

1.福莱特玻璃(6865.hk)-玻璃价格处于低位，产能扩张继续推进——福莱特玻璃(6865.hk)2018年半年报点评(2018-8-9)

2.福莱特玻璃(6865.hk)-光伏玻璃龙头，迎来产能扩张周期——福莱特玻璃(6865.hk)投资价值分析报告(2018-5-21)

表 1: 盈利调整

人民币百万	新 2018E	旧 2018E	变化%	新 2019E	旧 2019E	变化%	新 2020E	旧 2020E	变化%
营业收入	3,057	3,049	0.3%	4,810	5,159	-6.8%	5,534	5,946	-6.9%
净利润	401	320	25.1%	705	574	22.8%	752	651	15.5%
EPS (元)	0.22	0.18	25.1%	0.39	0.32	22.8%	0.42	0.36	15.5%
净利率	13.1%	15.0%	-1.9 pct	14.7%	15.7%	-1.1 pct	13.6%	15.8%	-2.3 pct

资料来源: 光大证券研究所

表 2: DCF 估值假设与目标价

WACC 计算		人民币百万元	
无风险利率	2.25%	现金流现值	1,604
贝塔	1.10	2025 年 FCF	391
风险溢价-%	12.76%	永续增长率	2%
权益成本-%	16.28%	终值折现值	1,936
债务成本-%	5.00%	企业价值	3,540
税率%	13.88%	净债务	-1,072
税后债务成本-%	4.31%	权益价值	2,468
目标负债率-%	50%	股份数 (百万)	1,800
WACC-%	10.29%	DCF 目标价 (港币)	1.58

资料来源: 光大证券研究所

表 3: DCF 目标价敏感性分析 (HK\$)

永续增长率	WACC						
	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%
1.58							
0.5%	1.80	1.64	1.50	1.37	1.26	1.15	1.06
1.0%	1.90	1.73	1.57	1.43	1.31	1.20	1.10
1.5%	2.01	1.82	1.65	1.50	1.37	1.25	1.14
2.0%	2.14	1.92	1.74	1.58	1.43	1.30	1.19
2.5%	2.28	2.04	1.84	1.66	1.51	1.37	1.24
3.0%	2.45	2.18	1.96	1.76	1.59	1.44	1.30
3.5%	2.65	2.35	2.09	1.87	1.68	1.52	1.37

资料来源: 光大证券研究所

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收益</b>	<b>2,951</b>	<b>2,975</b>	<b>3,057</b>	<b>4,810</b>	<b>5,534</b>
<b>销售成本</b>	<b>-1,864</b>	<b>-2,148</b>	<b>-2,207</b>	<b>-3,389</b>	<b>-3,957</b>
毛利	1,087	826	850	1,422	1,577
其他收入与开支	48	41	41	41	41
其他收益与亏损	-51	-18	-18	-18	-18
销售与营销开支	-108	-138	-141	-222	-256
行政开支	-113	-107	-116	-183	-210
研发开支	-103	-96	-99	-155	-179
财务费用	-28	-11	-52	-66	-83
除税前利润	733	499	465	819	873
所得税开支	-127	-69	-65	-114	-121
<b>归属股东净利</b>	<b>606</b>	<b>430</b>	<b>401</b>	<b>705</b>	<b>752</b>
<b>基本及摊薄每股盈利 (元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.24</b>	<b>0.22</b>	<b>0.39</b>	<b>0.42</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2,237</b>	<b>2,950</b>	<b>2,445</b>	<b>3,754</b>	<b>4,304</b>
存货	258	268	270	414	484
贸易及其他应收款项	1,174	1,589	1,420	2,234	2,570
现金及现金等价物	721	950	611	962	1,107
其他流动资产	84	144	144	144	144
<b>非流动资产</b>	<b>2,230</b>	<b>3,005</b>	<b>3,492</b>	<b>3,929</b>	<b>4,316</b>
物业、厂房及设备	1,634	2,171	2,679	3,139	3,548
其他非流动资产	596	835	813	790	768
<b>资产总计</b>	<b>4,467</b>	<b>5,956</b>	<b>5,937</b>	<b>7,683</b>	<b>8,620</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,390</b>	<b>1,969</b>	<b>1,726</b>	<b>2,387</b>	<b>2,705</b>
贸易及其他应付款项	927	1,478	1,236	1,897	2,215
借款	335	384	384	384	384
其他流动负债	127	106	106	106	106
<b>非流动负债</b>	<b>119</b>	<b>737</b>	<b>680</b>	<b>1,271</b>	<b>1,364</b>
借款	0	688	631	1,222	1,315
其他非流动负债	119	49	49	49	49
<b>总负债</b>	<b>1,509</b>	<b>2,705</b>	<b>2,406</b>	<b>3,659</b>	<b>4,070</b>
股本	450	450	450	450	450
储备	2,508	2,800	3,081	3,575	4,101
<b>权益总额</b>	<b>2,958</b>	<b>3,250</b>	<b>3,531</b>	<b>4,025</b>	<b>4,551</b>

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,042</b>	<b>300</b>	<b>653</b>	<b>799</b>	<b>1,122</b>
除所得税前溢利	733	499	465	819	873
折旧摊销	233	227	276	325	375
减: 净营运资金增加	108	-374	-76	-297	-87
其他	-32	-52	-12	-48	-39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-375</b>	<b>-594</b>	<b>-762</b>	<b>-762</b>	<b>-762</b>
资本性支出	-189	-418	-762	-762	-762
其他	-186	-176	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>554</b>	<b>-229</b>	<b>314</b>	<b>-215</b>
债务净变化	-596	742	-56	591	93
股本净变化	-	-	-	-	-
其他	-284	-188	-172	-277	-308
<b>净现金流</b>	<b>-213</b>	<b>259</b>	<b>-338</b>	<b>351</b>	<b>145</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
营业收入增长率	1%	1%	3%	57%	15%
营业利润增长率	27%	-24%	3%	67%	11%
净利润增长率	40%	-29%	-7%	76%	7%
<b>估值指标</b>					
PE	3.1	4.4	4.7	2.7	2.5
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.6	4.8	4.5	2.9	2.7
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	37%	28%	28%	30%	28%
净利率	21%	14%	13%	15%	14%
ROE	20%	13%	11%	18%	17%
ROIC	18%	10%	9%	13%	12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34%	45%	41%	48%	47%
净负债权益比	-13%	4%	11%	16%	13%
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
每股收益	0.34	0.24	0.22	0.39	0.42
每股经营现金流	0.58	0.17	0.36	0.44	0.62
每股净资产	1.64	1.81	1.96	2.24	2.53
每股股利	0.09	0.02	0.07	0.12	0.13

## 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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的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, 光大证券股份有限公司的经营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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		