

公司研究/首次覆盖

2019年06月16日

建材/玻璃 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 10.16

合理价格区间(元): 11.31~11.70

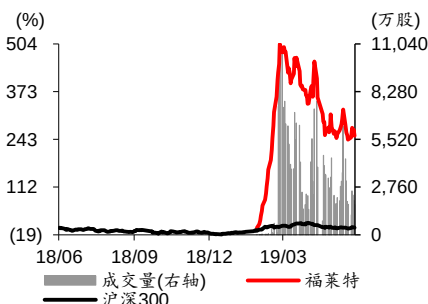
**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 光伏玻璃龙头，扩张正当其时

## 福莱特(601865)

### 光伏玻璃行业龙头之一，首次覆盖给予“增持”评级

福莱特是国内首家光伏玻璃生产企业，并且是全球第二大光伏玻璃企业，在2015年和今年相继在H股和A股上市后，融资渠道打开，产能扩张速度加快，近两年凤阳基地三期1000t/d的光伏玻璃窑炉陆续投产，产能快速扩张。我们认为，19年光伏玻璃存在供给缺口，行业景气度有望提升，福莱特处于产能扩张周期，有望享受量价齐升的格局；中长期来看，行业生态改善，行业格局有望更加稳固，市场份额将进一步向福莱特等龙头企业集中。预计公司19-21年EPS为0.39/0.57/0.72元，首次覆盖给予增持评级。

### 光伏玻璃或存供给缺口，驱动行业景气度继续回升

光伏玻璃的需求一方面受双玻组件渗透率的影响，一方面直接受益于光伏新增装机量的增长，根据我们最新的敏感性分析，19年全球光伏玻璃预计实现13.7%-25.1%的增长；而光伏玻璃在产能处于相对低位，考虑到冷修产能复产、新建产能投产等因素，我们预计全球光伏玻璃供给同比增长8.22%，供给压力相对有限。在19年全球新增光伏装机120GW、双玻组件渗透率为20%的情景假设下，光伏玻璃供给缺口为222.74百万m<sup>2</sup>，光伏玻璃供应紧张，将驱动光伏玻璃价格保持强势，光伏玻璃行业盈利能力有望继续回升。

### 公司积极扩张产能，龙头优势有望进一步提升

公司作为国内领先的光伏玻璃生产企业，通过自主研发率先打破海外企业垄断，制备技术行业领先，并参与制定行业标准，深耕光伏玻璃产业多年，拥有较强的渠道优势和品牌优势；公司在2015年登陆H股后，解决产能扩张资金问题，加快了产能扩张节奏，安徽凤阳生产基地三期共计3000t/d的光伏玻璃产能已经陆续投产，并且越南基地两条产线也有望于今年下半年和明年投产，公司产销量有望维持较快增长；由于新投产线均为1000t/d的较大窑炉，工艺更加先进，单位能耗、成品率等指标有望较大幅度提升，带动公司生产成本下行，公司龙头优势有望进一步提升。

### 行业龙头扩张正当其时，给予“增持”评级

公司作为光伏玻璃行业龙头，产能快速扩张。我们预计公司19-21年光伏玻璃销量1.51/2.07/2.51亿平方米；同时，公司技术行业领先，积极推进超薄光伏玻璃、双玻组件等技术革新，新建窑炉在能耗等方面优势更加明显，更低的生产成本巩固公司盈利护城河。我们预计公司19-21年净利润为7.70/11.07/14.09亿元，对应EPS为0.39/0.57/0.72元，参考19年行业平均PE估值水平(28.26x)，考虑到公司较快的增长速度，给予一定的估值溢价，我们认为公司19年PE合理估值为29-30x，对应目标价11.31-11.70元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：光伏行业补贴政策不及预期；海外市场需求不及预期。

## 公司基本资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(百万股)    | 1,950      |
| 流通A股(百万股)   | 150.00     |
| 52周内股价区间(元) | 2.88-17.38 |
| 总市值(百万元)    | 19,812     |
| 总资产(百万元)    | 7,529      |
| 每股净资产(元)    | 2.06       |

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

| 会计年度          | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 2,991   | 3,064  | 4,657  | 6,099 | 7,270 |
| +/-%          | 0.81    | 2.42   | 52.01  | 30.95 | 19.20 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 426.53  | 407.31 | 769.50 | 1,107 | 1,409 |
| +/-%          | (29.30) | (4.50) | 88.92  | 43.80 | 27.36 |
| EPS(元, 最新摊薄)  | 0.22    | 0.21   | 0.39   | 0.57  | 0.72  |
| PE(倍)         | 46.45   | 48.64  | 25.75  | 17.90 | 14.06 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 光伏玻璃龙头，登陆资本市场开启新篇章 .....             | 4  |
| 公司凭借多重优势，巩固国际领先水平 .....              | 7  |
| 光伏玻璃制备技术领先，打破海外巨头垄断格局 .....          | 7  |
| 行业标准制定者，盈利能力优良 .....                 | 7  |
| 与下游组件企业长期合作，确立渠道优势 .....             | 8  |
| 积极推进产能扩张与优化，强化规模优势 .....             | 9  |
| 重视产品品质，业内品牌优势显著 .....                | 11 |
| 注重培养管理团队专业能力，提升管理优势 .....            | 11 |
| 光伏玻璃存在供给缺口，行业景气度有望继续回升 .....         | 12 |
| 19 年光伏玻璃实际产量预计小幅增长，供给端压力有限 .....     | 12 |
| 双玻叠加光伏装机预期改善，驱动光伏玻璃需求高增长 .....       | 13 |
| 2019 年光伏玻璃存供给缺口，推动光伏玻璃价格回升 .....     | 14 |
| 平价上网时代开启，行业生态有望重塑 .....              | 15 |
| 福莱特成本分析 .....                        | 17 |
| 直接材料和燃料动力是福莱特光伏玻璃成本的主要组成部分 .....     | 17 |
| 直接材料：纯碱和石英砂构成主要直接材料，纯碱价格有望整体回落 ..... | 17 |
| 燃料动力：天然气成本有一定上行压力 .....              | 19 |
| 规模化生产线有效提高光伏玻璃生产效率、降低单位能耗 .....      | 20 |
| 盈利预测与投资建议 .....                      | 21 |
| 关键假设 .....                           | 21 |
| 投资建议 .....                           | 22 |
| 风险提示 .....                           | 23 |
| PE/PB – Bands .....                  | 23 |

## 图表目录

|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 图表 1： 2018 年底福莱特控股或参股公司明细 .....                 | 4 |
| 图表 2： 公司 A 股上市后十大股东结构 .....                     | 4 |
| 图表 3： 公司历史沿革和重大事件 .....                         | 5 |
| 图表 4： 福莱特总资产及增速 .....                           | 5 |
| 图表 5： 福莱特涉及的主要产品 .....                          | 6 |
| 图表 6： 公司主要产品的用途 .....                           | 6 |
| 图表 7： 福莱特营业收入结构 .....                           | 6 |
| 图表 8： 福莱特各产品毛利率情况 .....                         | 6 |
| 图表 9： 福莱特 2014-2018 营业收入及增速情况 .....             | 7 |
| 图表 10： 福莱特 2014-2018 归母净利润及增速情况 .....           | 7 |
| 图表 11： 福莱特光伏玻璃买断式销售模式下主要合作贸易商及其终端客户具体信息情况 ..... | 8 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图表 12: 福莱特 2015 年-2018H1 主要客户变动情况 .....             | 8  |
| 图表 13: 福莱特 2015-2017 年客户波动情况 .....                  | 8  |
| 图表 14: 福莱特光伏玻璃内外销情况 .....                           | 9  |
| 图表 15: 福莱特光伏玻璃在产产能变化情况 .....                        | 9  |
| 图表 16: 2018 年年底国内各企业光伏玻璃在产产能占比情况 .....              | 9  |
| 图表 17: 2019 年年底国内各企业光伏玻璃在产产能预计占比情况 .....            | 9  |
| 图表 18: 福莱特光伏玻璃单位成本 .....                            | 10 |
| 图表 19: 相关企业光伏玻璃销售收入情况 .....                         | 10 |
| 图表 20: 国内企业光伏玻璃毛利率情况 .....                          | 10 |
| 图表 21: 公司光伏玻璃原片的产能利用率情况 .....                       | 10 |
| 图表 22: 公司光伏玻璃的产能利用率情况 .....                         | 10 |
| 图表 23: 福莱特光伏玻璃应用场所之奥运鸟巢 .....                       | 11 |
| 图表 24: 福莱特光伏玻璃应用场所之世博中国馆 .....                      | 11 |
| 图表 25: 2014-2018 公司期间费用率情况 .....                    | 11 |
| 图表 26: 信义、福莱特、彩虹新能源和金信太阳能光伏玻璃产能及扩张情况 .....          | 12 |
| 图表 28: 全球光伏玻璃实际产量情况（按 3.2mm 厚度测算，1 吨=125 平方米） ..... | 13 |
| 图表 29: 单位功率双玻组件和单玻组件光伏玻璃需求量测算 .....                 | 14 |
| 图表 30: 2013-2019 年各国新增光伏装机统计 .....                  | 14 |
| 图表 31: 2019 年光伏玻璃原片需求增速敏感性分析 .....                  | 14 |
| 图表 32: 2019 光伏玻璃供给缺口测算 .....                        | 15 |
| 图表 33: 国内 3.2mm 镀膜光伏玻璃出厂价格波动 .....                  | 15 |
| 图表 34: 国内补贴政策直接影响行业景气度，同时成为欧美征收“反补贴税”的理由 .....      | 16 |
| 图表 35: 国家能源局公布 19 年首批光伏平价上网项目，平价上网时代正式开启 .....      | 16 |
| 图表 36: 福莱特构成主营业务构成 .....                            | 17 |
| 图表 37: 福莱特光伏玻璃成本构成 .....                            | 17 |
| 图表 38: 轻质纯碱月平均价 .....                               | 18 |
| 图表 39: 福莱特纯碱采购均价 .....                              | 18 |
| 图表 40: 福莱特石英砂采购均价 .....                             | 18 |
| 图表 41: 燃料动力采购价格及波动 .....                            | 19 |
| 图表 42: 福莱特石油采购均价 .....                              | 19 |
| 图表 43: 燃油市场价波动情况 .....                              | 19 |
| 图表 44: 原片产量与燃料动力的配比分析 .....                         | 20 |
| 图表 45: 福莱特主营业务盈利预测 .....                            | 22 |
| 图表 46: 三项费用率情况及假设 .....                             | 22 |
| 图表 47: 可比公司估值表 .....                                | 23 |
| 图表 48: 福莱特历史 PE-Bands .....                         | 23 |
| 图表 49: 福莱特历史 PB-Bands .....                         | 23 |

## 光伏玻璃龙头，登陆资本市场开启新篇章

福莱特玻璃集团股份有限公司创建于 1998 年 6 月，是一家集玻璃研发、制造、加工和销售为一体的综合性中大型企业，集团本部位于长三角经济中心浙江嘉兴市。集团下属有浙江嘉福玻璃有限公司、浙江福莱特玻璃有限公司、上海福莱特玻璃有限公司、嘉兴福莱特新能源科技有限公司、安徽福莱特光伏材料有限公司、安徽福莱特光伏玻璃有限公司、福莱特（香港）有限公司、福莱特（越南）有限公司、福莱特（香港）投资有限公司等九家全资控股公司。

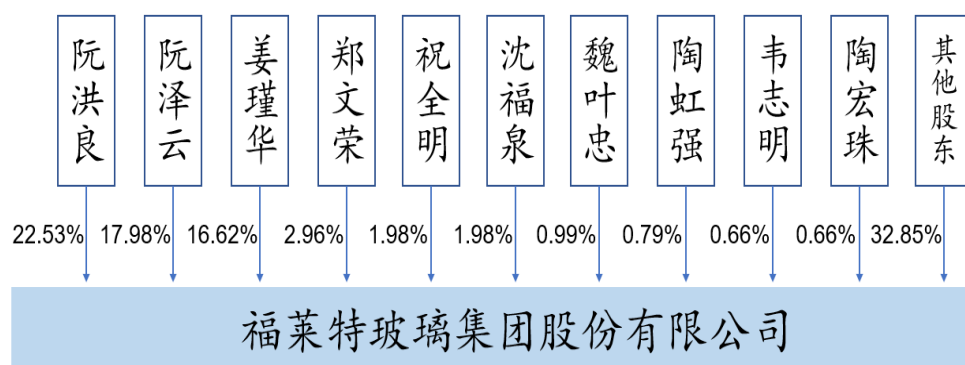
图表1：2018 年底福莱特控股或参股公司明细

| 被参控公司            | 参控关系 | 主营业务              | 直接持股比例 (%) | 被参控公司注册资本 (万元) | 成立时间   | 是否合并报表 |
|------------------|------|-------------------|------------|----------------|--------|--------|
| 上海福莱特玻璃有限公司      | 子公司  | 光伏玻璃的销售、自有房屋租赁    | 100.00     | 7000           | 2006.6 | 是      |
| 浙江嘉福玻璃有限公司       | 子公司  | 制造及销售光伏玻璃         | 100.00     | 15000          | 2007.8 | 是      |
| 安徽福莱特光伏玻璃有限公司    | 子公司  | 制造、加工及销售光伏玻璃      | 100.00     | 30000          | 2011.1 | 是      |
| 安徽福莱特光伏材料有限公司    | 子公司  | 矿山营运及石英矿石的销售      | 100.00     | 3000           | 2011.1 | 是      |
| 浙江福莱特玻璃有限公司      | 子公司  | 制造及销售家居玻璃制品       | 100.00     | 1000           | 2012.2 | 是      |
| 福莱特(香港)有限公司      | 子公司  | 玻璃贸易              | 100.00     |                | 2013.1 | 是      |
| 嘉兴福莱特新能源科技有限公司   | 子公司  | 新能源发电的投资、建设、经营及保养 | 100.00     | 1000           | 2014.3 | 是      |
| 福莱特(越南)有限公司      | 子公司  | 光伏玻璃的生产及销售        |            | 51780          | 2016.7 | 是      |
| 福莱特(香港)投资有限公司    | 子公司  | 投资                |            |                | 2017.7 | 是      |
| 嘉兴市秀洲区联会创业投资有限公司 | 联营企业 | 商业地产的开发建设         | 5.56       | 7200           | 2009.6 |        |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

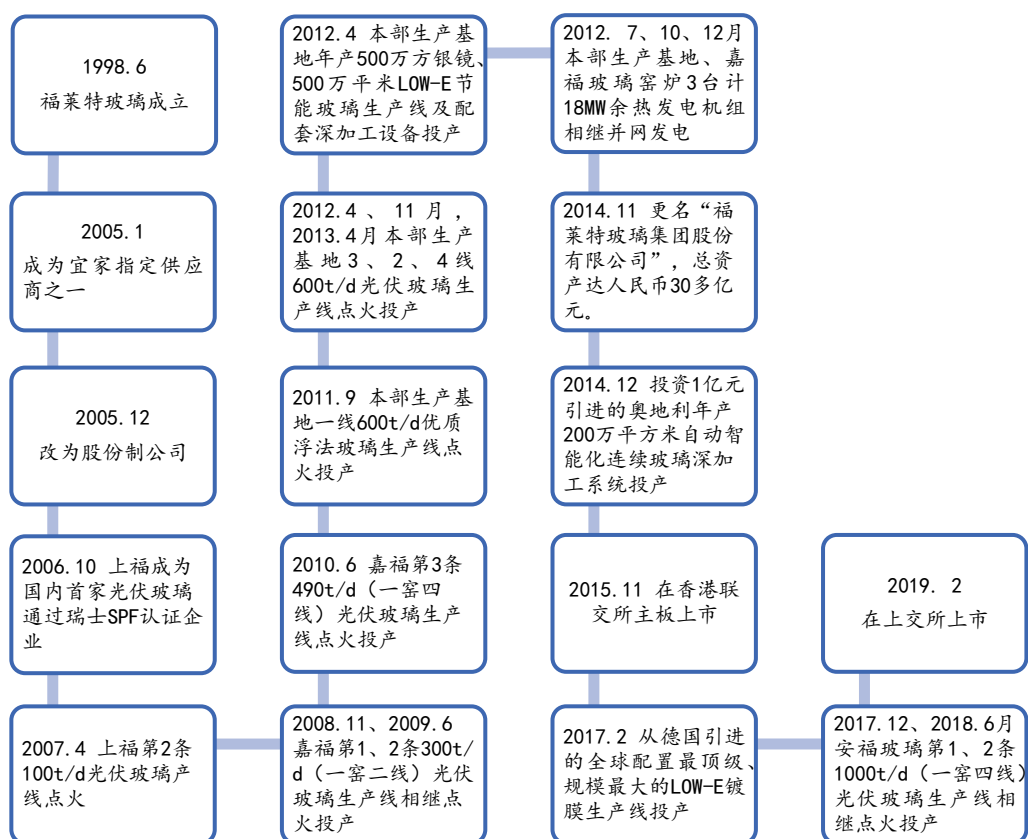
公司的控股股东及实际控制人为阮洪良、姜瑾华、阮泽云和赵晓非，阮洪良与姜瑾华为夫妻，阮泽云为阮洪良和姜瑾华之女，赵晓非和阮泽云为夫妻，四人共计持有公司股份 111877.20 万股，占公司在上交所上市前总股本的 62.16%，占公司上市后总股本的 57.38%。

图表2：公司 A 股上市后十大股东结构

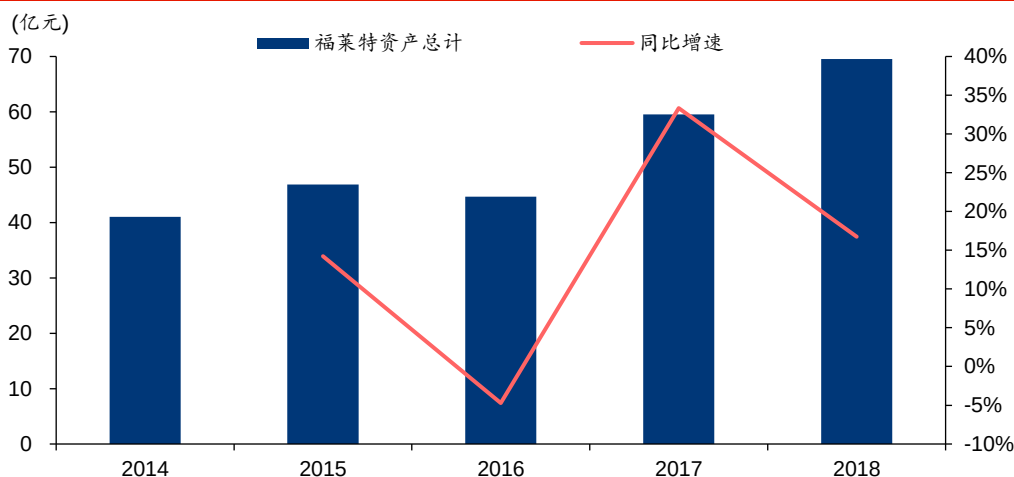


资料来源：Wind，华泰证券研究所

福莱特于 2015 年 11 月 26 日在香港联交所主板上市，股票代码为 6865.HK；于 2019 年 2 月 15 日在上海证券交易所上市，股票代码为 601865.SH；截至 18 年底总资产已达人民币约 69 亿元。

**图表3： 公司历史沿革和重大事件**

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

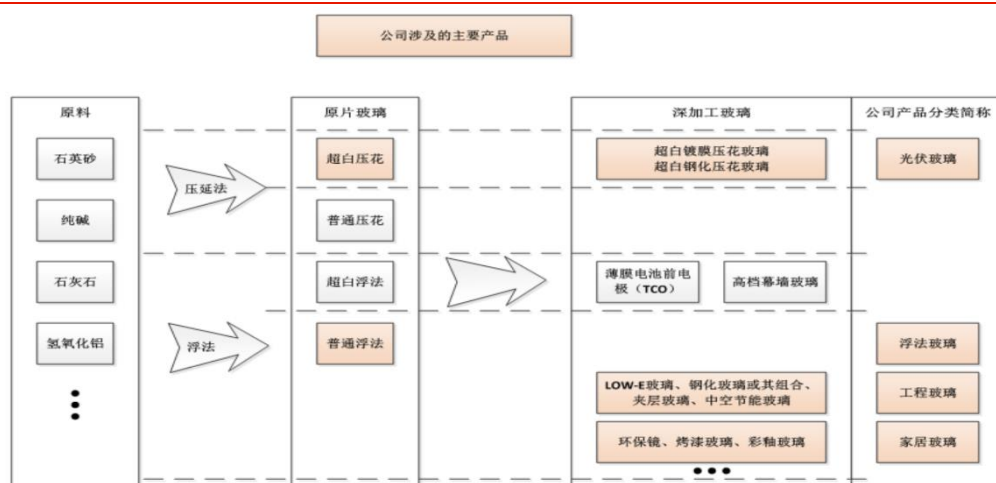
**图表4： 福莱特总资产及增速**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

福莱特是国内领先的玻璃制造企业，多次荣获浙江省民营科技创新企业、中国建材企业500强、全国建材行业先进集体、嘉兴市科学技术奖、高新技术企业、全国水泥玻璃陶瓷产业节能减排先进典型企业等荣誉。主营业务涉及光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃的研发、生产和销售，以及玻璃用石英岩矿开采、销售和EPC光伏电站的建设，形成了比较完整的产业链。其中光伏玻璃是公司最主要的产品，其光伏玻璃产品通常为光伏深加工玻璃，主要用于生产晶体硅光伏组件。



图表5：福莱特涉及的主要产品



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

公司主要产品包括光伏玻璃、浮法玻璃（原片）、浮法玻璃深加工产品中的工程玻璃和家居玻璃，其中工程玻璃包括 LOW-E 玻璃、阳光控制膜玻璃和夹层玻璃，家居玻璃包括环保镜、烤漆玻璃、彩釉玻璃和钢化玻璃。公司主要产品的用途如下：

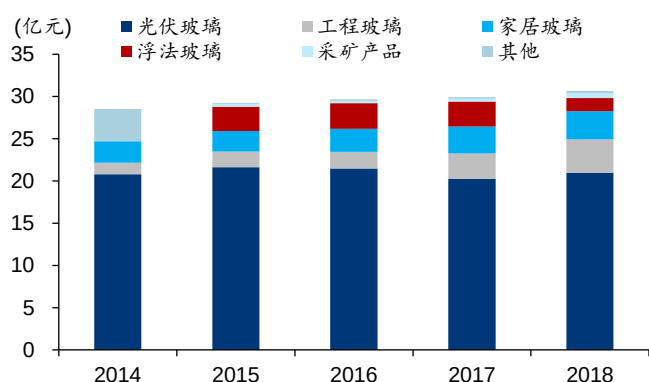
图表6：公司主要产品的用途

| 产品   | 主要用途                                               |
|------|----------------------------------------------------|
| 光伏玻璃 | 主要用作晶硅光伏电池组件的封装面板玻璃                                |
| 浮法玻璃 | 是工程玻璃、家居玻璃等玻璃深加工产品的基片玻璃，主要用来生产工程玻璃和家居玻璃，将多余的出售予第三方 |
| 工程玻璃 | 主要包括 LOW-E 玻璃、夹层玻璃、中空节能玻璃等，主要应用于建筑工程领域             |
| 家居玻璃 | 主要包括环保镜、钢化玻璃、烤漆玻璃等，主要应用于室内外家居、家电、装修装饰领域            |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

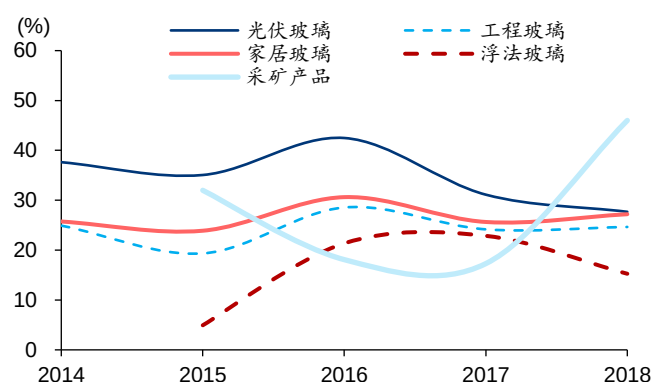
公司依靠稳定、良好的销售渠道，达到了较大的业务规模，2014-2018 年营业收入分别为 28.51、29.24、29.68、29.91 和 30.64 亿元，行业地位突出；光伏玻璃光伏玻璃是公司最主要业务，14-18 年营收占比分别为 72.90%、73.90%、72.36%、67.76%和 68.42%，毛利率分别为 37.63%、35.06%、42.48%、31.12%和 27.68%。

图表7：福莱特营业收入结构



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

图表8：福莱特各产品毛利率情况



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

## 公司凭借多重优势，巩固国际领先水平

2006 年，公司率先打破国外巨头对超白压花玻璃的技术垄断，抢占超白压花玻璃市场的先机，逐步树立了在光伏玻璃行业内的领先地位，形成了明显的竞争优势。公司的光伏玻璃产品质量受到市场方面的认可，用于多项地标志式建筑，包括 2010 年上海世界博览会的中国馆及其主题馆，以及北京国家体育馆（“鸟巢”）等。

## 光伏玻璃制备技术领先，打破海外巨头垄断格局

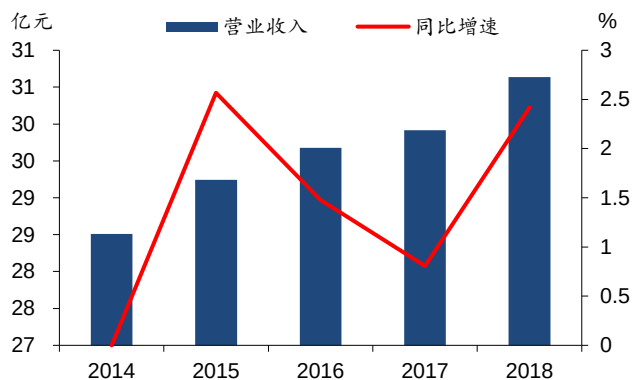
2006 年，公司通过自主研发成为国内第一家打破国外巨头对光伏玻璃的技术和市场垄断的企业，成功实现了光伏玻璃的国产化。公司在光伏玻璃的配方、生产工艺和自爆率控制等关键技术方面处于行业领先水平。2008 年公司的光伏玻璃经全球知名光伏电池组件公司日本夏普公司测试使用，产品质量达到与国际著名光伏玻璃制造商日本旭硝子、英国皮尔金顿公司、法国圣戈班公司相同的水平。同时，公司是国内第一家、全球第四家取得瑞士 SPF 认证的光伏玻璃企业（SPF 认证被公认为高性能光伏玻璃的权威认证）。

公司获得多项光伏玻璃技术相关的奖项，其中包括由中华人民共和国科学技术部颁发的国家重点新产品奖；截至 18 年底公司拥有专利超过 70 项，其中包括用于光伏玻璃的发明专利 2 项；此外还拥有与光伏玻璃相关的核心技术 14 项。

## 行业标准制定者，盈利能力优良

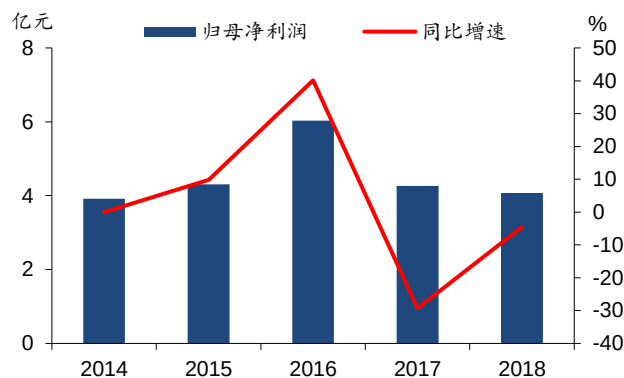
公司是我国最早进入光伏玻璃行业的企业之一，是我国光伏玻璃行业标准的制定者之一，参与制定了《太阳能用玻璃第 1 部分：超白压花玻璃（GB/T 30984.1-2015）》、《光伏压延玻璃单位产品能源消耗限额标准（GB 30252-2013）》、《太阳能光伏组件用减反射膜玻璃标准（JC/T2170-2013）》和《太阳能电池用玻璃标准（JC/T 2001-2009）》等国家标准和行业标准。

图表9：福莱特 2014-2018 营业收入及增速情况



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

图表10：福莱特 2014-2018 归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

虽然产能受制于融资能力，导致 2014-2018 收入规模增长较慢，但公司凭借领先的技术和优异的产品质量，经过近几年的快速发展，获取了多重先发优势：（1）公司依靠稳定、良好的销售渠道，达到了较大的业务规模，2014-2018 年营业收入分别为 28.51、29.24、29.68、29.91 和 30.64 亿元，行业地位突出；（2）经过长期的合作，公司与全球知名光伏组件企业建立了良好的合作关系，光伏组件企业对供应商综合实力和行业经验有较高要求，拥有优质客户资源的光伏玻璃企业才能步入良性循环的发展轨道；（3）在竞争者开始投入资金、人才进入光伏玻璃行业时，公司已经通过规模化生产降低了光伏玻璃的制造成本，提高了产品的成品率，增强了产品性价比方面的竞争力；（4）公司积极推进新产品的研发和产业化，如 3.2mm 超高硬度光伏镀膜玻璃、2.8mm 高透过率超薄镀膜玻璃、在线 Low-E 镀膜玻璃等。

### 与下游组件企业长期合作，确立渠道优势

公司与国内外知名光伏组件企业建立并维持了长期、稳定的合作关系。经过近几年发展，公司已建立了稳定的销售渠道，与一大批全球知名光伏组件厂商建立了长期合作关系，如晶科能源、韩华集团、Sunpower、昭和壳牌石油等。基于性价比优势，大型光伏组件企业对光伏玻璃由原来主要依赖进口转向国内采购，并与公司建立了良好的合作关系。

光伏玻璃外销中的贸易商客户主要集中在日本、台湾地区，主要与两大地区终端客户的性质有关。日本、台湾地区的光伏组件生产商出于精益制造、零库存管理的生产要求，需要供应商在其生产场地附近建立仓库，一般通过其长期合作的知名贸易商进行原材料采购并满足其生产供应的实时需求。

图表11：福莱特光伏玻璃买断式销售模式下主要合作贸易商及其终端客户具体信息情况

| 贸易商名称      | 贸易商经营地 | 贸易商背景                                             | 终端客户                                                                 |
|------------|--------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 东和电气株式会社   | 日本     | 昭和壳牌石油指定中间商                                       | 终端客户为 Solar Frontier, Solar Frontier 是日本大型能源类公司昭和壳牌石油的子公司，主营业务为太阳能组件 |
| 晁旻科技股份有限公司 | 台湾     | 台湾知名太阳能组件公司，成立于 2010 年 9 月，主要经营屋顶及地面大型电站规划设计制造等业务 | 台湾当地的大部分光伏组件生产商均由其供货，如友达光电股份有限公司、新日光能源科技股份有限公司、上银光电股份有限公司等           |
| 丸红株式会社     | 日本     | 代表性大型综合商社，资本金 1940 亿日元，主要从事国内、进出口贸易、国际间商品技术服务贸易   | 日本夏普、SunPower Corporation                                            |
| 乡商株式会社     | 日本     | 日本夏普指定中间商，日本当地的商社社团                               | 日本夏普                                                                 |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

由于光伏玻璃作为光伏组件不可或缺的组成部分，需搭载光伏电池组件一同取得出口国权威机构的认证，更换封装玻璃必须重新进行认证，耗时长、花费高，因此一旦光伏玻璃企业成功进入大型光伏组件合格供应商名录，双方的合作关系较为稳定、持久。同时国外权威认证机构对光伏组件的性能、可靠性、质量稳定性要求甚严，对相关企业的技术实力、业务规模、实验检测、研发能力、质量控制要求很高。新进企业难以在短时间内达到质量标准，其玻璃产品搭载光伏组件较难通过认证。

图表12：福莱特 2015 年-2018H1 主要客户变动情况

| 客户名称       | 收入金额（亿元） |      |      |        | 营业收入占比（%） |       |       | 主要产品  | 开始合作时间 |        |
|------------|----------|------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
|            | 2015     | 2016 | 2017 | 2018H1 | 2015      | 2016  | 2017  |       |        | 2018H1 |
| 晶科能源       | 4.75     | 4.51 | 5.37 | 3.27   | 16.22     | 15.20 | 17.94 | 22.37 | 光伏玻璃   | 2009 年 |
| 韩华集团       | 2.52     | 3.31 | 1.95 | 1.23   | 8.61      | 11.15 | 6.52  | 8.40  | 光伏玻璃   | 2010 年 |
| 东和电气株式会社   | 2.10     | 2.29 | 1.56 | 0.35   | 7.14      | 7.71  | 5.23  | 2.38  | 光伏玻璃   | 2011 年 |
| 晁旻科技股份有限公司 | 1.30     | 1.24 | 0.92 | 0.57   | 4.45      | 4.17  | 3.08  | 3.90  | 光伏玻璃   | 2010 年 |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司主要收入来源均来自于长期、稳定合作的客户，2015-2017 年新增和减少客户的收入占当年营业收入的比例一般在 3%-5% 左右，占比较低。公司客户波动数量一般在 30-50 家左右，从具体金额来看，客户波动对应的收入金额及占当期主营业务收入比例情况如下：

图表13：福莱特 2015-2017 年客户波动情况

| 时间   | 新增客户情况 |         |           | 减少客户情况 |         |           |
|------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|
|      | 数量 (家) | 收入 (亿元) | 占当期营业收入比例 | 数量 (家) | 收入 (亿元) | 占当期营业收入比例 |
| 2015 | 30     | 1.13    | 3.87%     | 41     | 1.03    | 3.54%     |
| 2016 | 40     | 1.69    | 5.68%     | 47     | 0.91    | 3.07%     |
| 2017 | 54     | 1.47    | 4.90%     | 29     | 0.90    | 3.01%     |

注：在统计客户数量时剔除年采购额小于 100 万元的零星客户变化

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

随着全球光伏组件产能逐年向中国转移，公司光伏玻璃内销收入占比不断提高。



图表14: 福莱特光伏玻璃内外销情况

| 类型 | 金额 (亿元) |       |       |        | 占比     |        |        |        |
|----|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 2015    | 2016  | 2017  | 2018H1 | 2015   | 2016   | 2017   | 2018H1 |
| 内销 | 10.39   | 10.65 | 11.35 | 7.10   | 48.06% | 49.61% | 56.02% | 68.02% |
| 外销 | 11.23   | 10.82 | 8.92  | 3.34   | 51.94% | 50.39% | 43.98% | 31.98% |

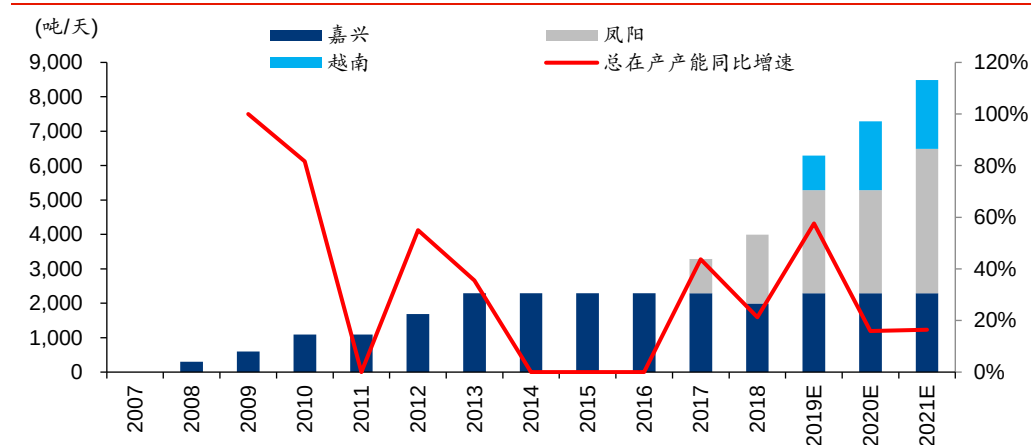
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

除光伏玻璃客户外, 公司与家居玻璃客户亦建立并维持长期业务关系, 2005 年起公司通过了大型跨国家居零售商瑞典宜家的审核, 成为宜家全球供应链中合格稳定的供应商。

### 积极推进产能扩张与优化, 强化规模优势

随着市场竞争的加剧, 目前光伏玻璃行业已经形成规模化的竞争格局, 唯有规模化经营才能有效降低经营成本、抵御市场波动风险。福莱特积极围绕扩大及优化境内外生产基地开展工作。2008 年至今, 公司光伏玻璃在产产能稳步增长, 截至 2016 底, 福莱特光伏玻璃产能全集中在嘉兴, 都为 300-600 吨/日的中小窑炉, 共计 2290 吨/日。2017 年 12 月、2018 年 6 月、2019 年 4 月公司先后在凤阳基地投产三条 1000 吨/日的光伏玻璃产线; 同时公司稳步推进海外产能扩张, 计划于 2019 H2 在越南生产基地投产 1000 吨/日产能。越南产线的光伏玻璃毛利率将受益于规模效应、低价石英砂 (比国内低 15-20%)、电力 (比国内低 15-20%)、人工、土地成本等。

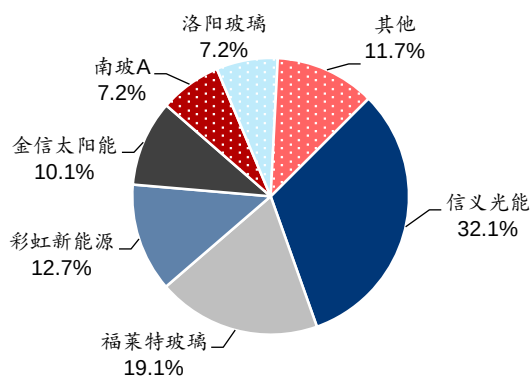
图表15: 福莱特光伏玻璃在产产能变化情况



资料来源: 公司官网, 公司年报, 华泰证券研究所

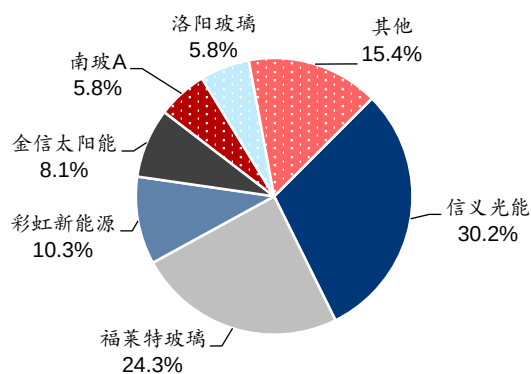
18 年底, 公司太阳能光伏玻璃在产产能为 3990 吨/日, 在国内行业排名第 2 位, 市场占有率约为 19.1%; 19 年底新产线全部投产后, 公司将拥有太阳能光伏玻璃产能 6290 吨/日, 市场占有率将提升至 24.3%; 另有优质浮法玻璃日产量 1200 吨。

图表16: 2018 年年底国内各企业光伏玻璃在产产能占比情况



资料来源: 各公司官网, 各公司年报, 华泰证券研究所

图表17: 2019 年年底国内各企业光伏玻璃在产产能预计占比情况



资料来源: 各公司官网, 各公司年报, 华泰证券研究所

公司的规模优势具体体现在：(1) 光伏玻璃生产线投资门槛高，规模化生产能够提高产品的成品率和产出效率，有效降低单位制造成本；(2) 有条件利用规模化采购的优势，对上游供应商具有较强的议价能力；(3) 规模化生产保证了公司在安全、环保、自动化等方面的投入，有利于提高生产流程自动化程度和改善员工工作环境。

**光伏玻璃行业具备显著的规模效应，大型的窑炉可有效降低制造成本、提高毛利率。制造成本：**受 17 年底、18 年 6 月投产的 2 座日熔量 1000 吨的高效低成本窑炉的影响，2018 年福莱特光伏玻璃产量增加至 9736.28 万平方米，同比增长 29.78%；平均单位成本下降至 15.57 元/平方米，同比下降 16.34%。

图表18：福莱特光伏玻璃单位成本

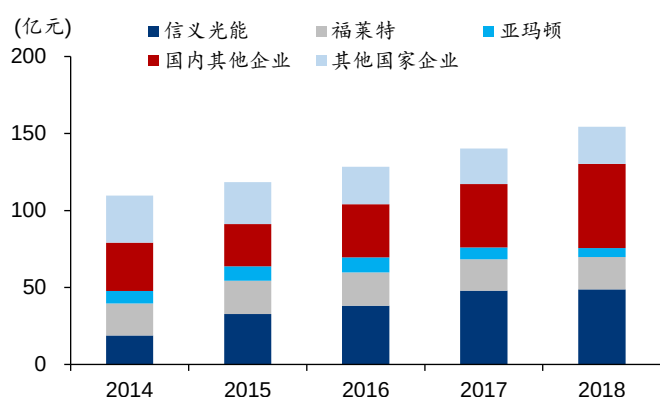
|          | 单位                | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    |
|----------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 光伏玻璃营业成本 | 百万元               | 1403.74 | 1235.02 | 1396.17 | 1515.92 |
| 光伏玻璃产量   | 百万 m <sup>2</sup> | 71.33   | 74.29   | 75.02   | 97.36   |
| 光伏玻璃单位成本 | 元/m <sup>2</sup>  | 19.68   | 16.62   | 18.61   | 15.57   |
| 光伏玻璃产量同比 | %                 | —       | 4.14    | 0.99    | 29.78   |
| 平均单位成本同比 | %                 | —       | -15.52  | 11.94   | -16.34  |

注：2016 年光伏玻璃单位成本同比下降 15.52% 主要受钢化炉换新致产能利用率提高的影响

资料来源：公司年报，公司招股说明书，华泰证券研究所

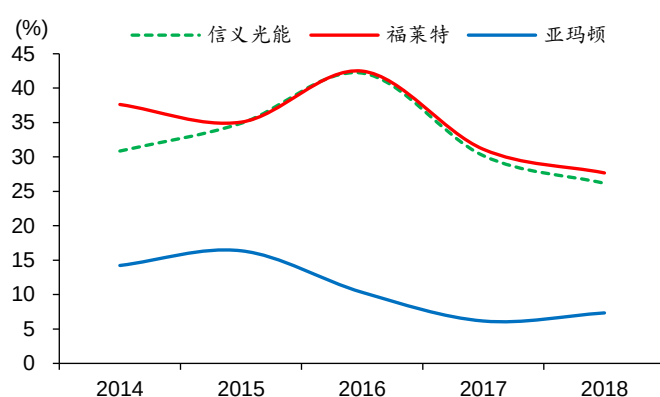
**毛利率：**信义光能、福莱特作为全球第二、一大光伏玻璃制造商，较其他厂商具有显著的规模优势，其光伏玻璃业务毛利率变动趋势相同，相应毛利率高于其他上市公司；亚玛顿公司毛利率较低，主要因为其无光伏原片制造能力，需外购光伏玻璃原片加工成成品销售。

图表19：相关企业光伏玻璃销售收入情况



资料来源：Wind，卓创资讯，华泰证券研究所

图表20：国内企业光伏玻璃毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：公司光伏玻璃原片的产能利用率情况

| 类型              | 2015  | 2016  | 2017  | 2018 H1 |
|-----------------|-------|-------|-------|---------|
| 光伏玻璃原片产能 (万吨)   | 83.59 | 83.81 | 83.59 | 47.49   |
| 光伏玻璃原片产量 (万吨)   | 63.17 | 64.79 | 64.87 | 37.39   |
| 光伏玻璃原片产能利用率 (%) | 75.57 | 77.31 | 77.61 | 78.74   |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表22：公司光伏玻璃的产能利用率情况

| 类型             | 2015   | 2016  | 2017   | 2018 H1 | 2018  |
|----------------|--------|-------|--------|---------|-------|
| 光伏玻璃产能 (百万平方米) | 96.63  | 94.94 | 95.51  | 56.74   | —     |
| 光伏玻璃产量 (百万平方米) | 71.33  | 74.29 | 75.02  | 44.00   | 97.36 |
| 光伏玻璃销量 (百万平方米) | 75.59  | 72.97 | 77.63  | 39.24   | 94.33 |
| 产能利用率 (%)      | 73.82  | 78.25 | 78.55  | 77.54   | —     |
| 产销率 (%)        | 105.96 | 98.23 | 103.47 | 89.18   | 96.89 |

注：产能利用率的变化为钢化炉换新和切换所致。

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

### 重视产品品质，业内品牌优势显著

公司通过了 ISO9001 质量管理体系和 ISO14001 环境管理体系审核，产品取得了中国 3C 认证、澳新 AS/NZS2208:1996 标准认证、美国 ANSI Z97.1-2004 标准认证、欧洲 EN 12150-1:2000 标准认证、瑞士 SPF 认证，通过了美国 SGS 的 ROHS 测试、SVHC 测试。公司经过十几年的积淀，已形成一套严格完善的内部质量控制体系，产品品质优良，在行业中树立了良好的“福莱特”品牌形象，拥有较高的知名度和市场影响力。国内若干标志性项目也应用了公司光伏玻璃产品，如 2008 年中国奥运会主场馆“鸟巢”、2010 年上海世博会主题馆等工程、位于美国加州硅谷库珀蒂诺的苹果公司总部。

图表23：福莱特光伏玻璃应用场所之奥运鸟巢



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表24：福莱特光伏玻璃应用场所之世博中国馆



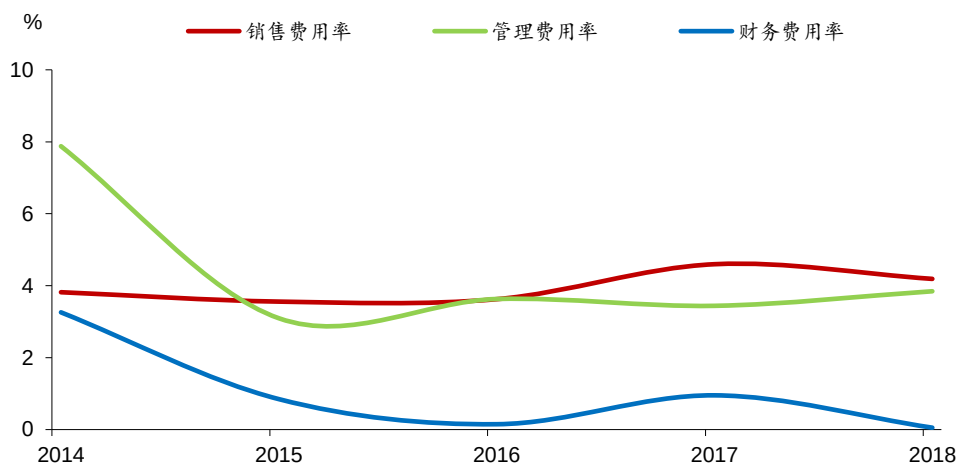
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 注重培养管理团队专业能力，提升管理优势

光伏玻璃行业技术、资金、人才壁垒较高，只有少数大型玻璃企业才能参与此类产品的市场竞争。大型玻璃企业竞争，不仅体现在技术方面，更重要的是体现在管理方面。管理水平的高低主要体现在成本控制能力、产品质量稳定性以及产品制成率等方面，其中产品制成率水平是衡量企业管理水平高低的重要指标。

公司管理团队的大部分成员具备十年以上的行业经验，业务能力强、专业经验深厚、敬业，团队和谐稳健。公司管理团队丰富的管理经验、很强的学习能力与创新精神，使得公司各项管理的质量、效率处于行业领先水平。通过不断的技术工艺优化和管理效率提升，公司光伏玻璃基片的制成率已达到国际领先水平。

图表25：2014-2018 公司期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 光伏玻璃存在供给缺口，行业景气度有望继续回升

根据我们最新的敏感性分析，19 年全球光伏玻璃需求预计实现 13.7%-25.1% 的增长；而光伏玻璃在产产能处于相对低位，预计 19 年全球光伏玻璃供给同比增长 8.22%。在 19 年全球新增光伏装机规模为 120GW、双玻组件渗透率为 20% 的情景假设下，光伏玻璃供给缺口为 222.74 百万 m<sup>2</sup>，光伏玻璃供应紧张，将驱动光伏玻璃价格保持强势，光伏玻璃行业盈利能力有望继续回升。而首批光伏平价上网试点已经确定，行业生态有望重塑，竞争将围绕成本控制、产品性能等方面展开，利好规模效应显著和技术领先企业；同时未来补贴等政策对光伏玻璃行业影响将减弱，行业市场化程度提升，龙头企业的盈利水平有望趋稳，业绩更加可预期，未来有望进入更加良性的增长轨道。

## 19 年光伏玻璃实际产量预计小幅增长，供给端压力有限

供应端考虑新产能投产、老产线冷修/复产、落后产能淘汰，预计 2019 年我国光伏玻璃总产能为 849.68 万吨，增加 71.63 万吨；实际产量为 497.06 百万 m<sup>2</sup>，同比增长约 9.21%。其中 2019 年冷修复产或新建点火新增产能 102.05 万吨，冷修或关停导致供给缩量 30.42 万吨。信义、福莱特、彩虹新能源和金信太阳能的光伏玻璃产能及扩张情况如下。

图表 26： 信义、福莱特、彩虹新能源和金信太阳能光伏玻璃产能及扩张情况

| 企业    | 在产产能合计 (吨/日) |          | 产地   | 产能 (吨/日) |     |     |      | 投产时间      | 冷修时间   | 复产时间      |
|-------|--------------|----------|------|----------|-----|-----|------|-----------|--------|-----------|
|       | 2018 年年底     | 2019 年年底 |      | 在产       | 冷修  | 关停  | 在建   |           |        |           |
| 信义    | 6700         | 7800     | 东莞   |          | 300 |     |      | 2007/8    |        |           |
|       |              |          | 天津   | 500      |     |     |      | 2011/4    | 2018/3 | 2018Q4    |
|       |              |          | 芜湖   |          | 500 |     |      | 2009/8    | 2018/7 | 预计 2019H2 |
|       |              |          |      | 500      |     |     |      | 2011/3    |        |           |
|       |              |          |      |          | 600 |     |      | 2011/6    | 2018/8 | 预计 2019H2 |
|       |              |          |      | 900      |     |     |      | 2014/7    |        |           |
|       |              |          |      | 900      |     |     |      | 2014/10   |        |           |
|       |              |          |      | 1000     |     |     |      | 2016/11   |        |           |
|       |              |          |      | 1000     |     |     |      | 2017/2    |        |           |
|       |              |          | 马来西亚 | 900      |     |     |      | 2016/11   |        |           |
|       |              |          |      | 1000     |     |     |      | 2018/12   |        |           |
|       |              |          | 北海   |          |     |     | 1000 | 预计 2020Q1 |        |           |
|       |              |          |      |          |     |     | 1000 | 预计 2020Q2 |        |           |
| 福莱特   | 3990         | 6290     | 嘉兴   |          | 300 |     |      | 2008/11   | 2018/7 | 预计 2019H2 |
|       |              |          |      |          | 300 |     |      | 2009/6    | 2019/1 | 预计 2019H2 |
|       |              |          |      | 490      |     |     |      | 2010/6    |        |           |
|       |              |          |      | 600      |     |     |      | 2012/4    |        |           |
|       |              |          |      | 600      |     |     |      | 2013/4    |        |           |
|       |              |          | 凤阳   | 1000     |     |     |      | 2017/12   |        |           |
|       |              |          |      | 1000     |     |     |      | 2018/6    |        |           |
|       |              |          |      | 1000     |     |     |      | 2019/4    |        |           |
|       |              |          | 越南   |          |     |     | 1000 | 预计 2019H2 |        |           |
| 彩虹新能源 | 2650         | 2650     | 咸阳   |          |     | 250 |      | 2010/2    | 2017   |           |
|       |              |          |      |          |     | 250 |      | 2010/10   | 2017   |           |
|       |              |          |      | 250      |     |     |      | 2012/7    |        |           |
|       |              |          | 合肥   | 750      |     |     |      | 2015/8    |        |           |
|       |              |          |      | 800      |     |     |      | 2017/9    |        |           |
|       |              |          | 延安   | 850      |     |     |      | 2018/6    |        |           |
| 金信太阳能 | 2100         | 2100     | 迁西   | 700      |     |     |      | 2016/5    |        |           |
|       |              |          |      | 1400     |     |     |      | 2016/12   |        |           |

资料来源：各公司官网，卓创资讯，华泰证券研究所

**产线冷修及退役方面：预计 2019 年给缩量与 2018 年基本持平。**光伏玻璃产能的建设投产高峰主要集中在 2010-2013 年、2016-2017 年，18 年仅龙头企业扩产；光伏玻璃产线一般运行 5 年左右需停产冷修 6-8 个月，运行 7-10 年左右退役。虽然大部分产线已于 2016-2018 年完成冷修，但仍有 2013-2014 年投产的约 1600 吨产能可能在 2019 年进入冷修，叠加老旧小产能加速退役，预计这部分供给缩量（约 2000 吨）与 2018 年基本持平。假设上述产线平均于 19 年 8 月进入冷修，则 19 年冷修共计减少 30.42 万吨产能。



我们预计 2019 年中国年化在产光伏玻璃产能为 849.68 万吨，按行业主流 78%的成品率计算实际有效产能为 662.75 万吨；根据 10-17 年中国产量/实际有效产能比例关系（缓慢提升、且越来越接近 60%），我们假设 18-19 年中国光伏玻璃产量/实际有效产能为 60%，则 19 年中国光伏玻璃实际产量预计为 497.06 百万 m<sup>2</sup>，同比增长 9.21%。

图表27： 中国光伏玻璃在产产能、实际有效产能和产量关系（按 3.2mm 厚度测算，1 吨=125 平方米）

|       | 在产产能（万吨） | 实际有效产能（万吨） | 实际有效产能（百万m <sup>2</sup> ） | 中国实际产量（百万m <sup>2</sup> ） | 中国实际产量/实际有效产能 |
|-------|----------|------------|---------------------------|---------------------------|---------------|
| 2010  | 193.45   | 150.89     | 188.61                    | 99.4                      | 52.70%        |
| 2011  | 335.80   | 261.92     | 327.41                    | 173.6                     | 53.02%        |
| 2012  | 350.40   | 273.31     | 341.64                    | 178.9                     | 52.37%        |
| 2013  | 401.50   | 313.17     | 391.46                    | 223.1                     | 56.99%        |
| 2014  | 503.70   | 392.89     | 491.11                    | 274.6                     | 55.91%        |
| 2015  | 573.05   | 446.98     | 558.72                    | 315.4                     | 56.45%        |
| 2016  | 646.05   | 503.92     | 629.90                    | 356.2                     | 56.55%        |
| 2017  | 722.70   | 563.71     | 704.63                    | 402.1                     | 57.07%        |
| 2018  | 778.05   | 606.88     | 758.60                    | 455.16                    | 60.00%        |
| 2019E | 849.68   | 662.75     | 828.44                    | 497.06                    | 60.00%        |

资料来源：中国产业信息网，卓创资讯，华泰证券研究所

我们假设海外光伏玻璃产能 18-19 年均保持 3.6 千吨/天，则 2019 年全球光伏玻璃实际产量预计为 551.96 百万 m<sup>2</sup>，同比增长 8.22%。

图表28： 全球光伏玻璃实际产量情况（按 3.2mm 厚度测算，1 吨=125 平方米）

|       | 中国（百万m <sup>2</sup> ） | 其他国家（百万m <sup>2</sup> ） | 全球（百万m <sup>2</sup> ） | 中国占比   |
|-------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|--------|
| 2010  | 99.40                 | 102.80                  | 202.20                | 49.16% |
| 2011  | 173.60                | 80.80                   | 254.40                | 68.24% |
| 2012  | 178.90                | 86.30                   | 265.20                | 67.46% |
| 2013  | 223.10                | 73.90                   | 297.00                | 75.12% |
| 2014  | 274.60                | 100.50                  | 375.10                | 73.21% |
| 2015  | 315.40                | 86.20                   | 401.60                | 78.54% |
| 2016  | 356.20                | 75.40                   | 431.60                | 82.53% |
| 2017  | 402.10                | 54.90                   | 457.00                | 87.99% |
| 2018  | 455.16                | 54.90                   | 510.06                | 89.24% |
| 2019E | 497.06                | 54.90                   | 551.96                | 90.05% |

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

### 双玻叠加光伏装机预期改善，驱动光伏玻璃需求高增长

光伏玻璃的需求一方面受双玻组件渗透率的影响，一方面直接受益于光伏新增装机量的增长。和常规组件相比，双玻组件多用一块光伏玻璃取代原背板成为光伏组件的背板，带动光伏玻璃单位需求量增长 49%；另一方面，光伏玻璃作为光伏组件的主要组成部分之一，其需求直接受益于光伏新增装机量的增长，2019 年光伏装机规模预期好转，将进一步提升光伏玻璃的需求。假设 2019 年光伏装机量达到 120GW（增速 15%），双玻渗透率提升至 20%（提高 10pct），则光伏玻璃原片需求将增长约 20.5%。

双玻组件对光伏玻璃的需求具有带动作用。双玻组件采用两块厚度为 2.5mm 的光伏玻璃取代常规组件 3.2mm 光伏玻璃和背板，相比常规组件，双玻组件将带动光伏玻璃单位需求量增长 49%（按重量测算）。

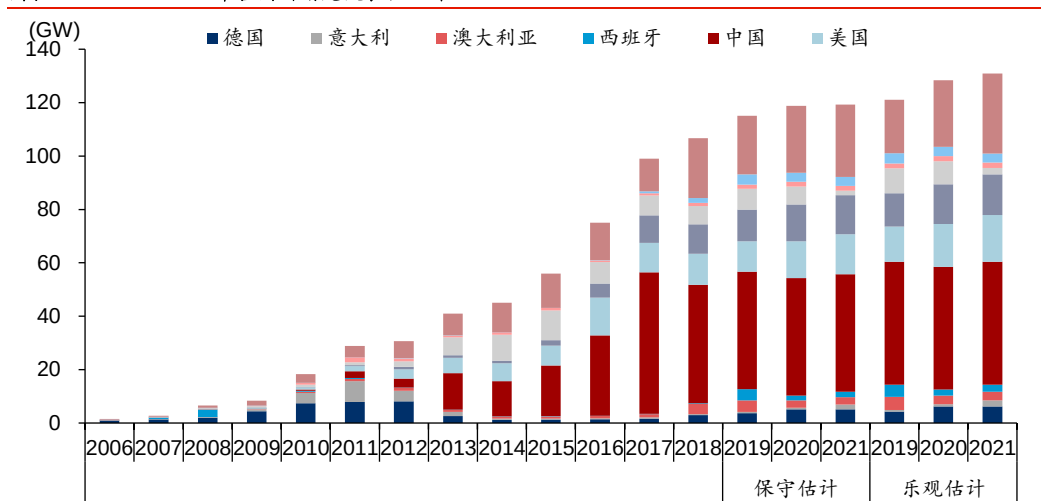


**图表29： 单位功率双玻组件和单玻组件光伏玻璃需求量测算**

|              | 单位                    | 单玻组件 | 双玻组件  |
|--------------|-----------------------|------|-------|
| 组件面积 (60 片型) | m <sup>2</sup>        | 1.64 | 1.64  |
| 组件功率         | W                     | 300  | 315   |
| 玻璃厚度         | mm                    | 3.2  | 2.5   |
| 一块组件的玻璃需求量   | 块                     | 1    | 2     |
| 光伏玻璃单位需求量    | 百万 m <sup>2</sup> /GW | 5.47 | 10.41 |
|              | 万吨/GW                 | 4.37 | 6.51  |

资料来源：天合光能，华泰证券研究所

**19 年光伏电站装机预期好转，海外市场驱动行业增长。光伏玻璃下游景气度持续向好，为光伏玻璃行业发展锦上添花。**2017 年全球光伏市场实现强劲增长，新增装机量达到 99GW，同比增长超过 32%；全球累计装机容量已达 418GW，呈现出良好的发展势头。全球光伏市场在多元化发展的同时，也逐渐呈现出明显的大国主导趋势，形成以中国为首，美国、日本、印度紧随其后引领全球光伏市场的格局。

**图表30： 2013-2019 年各国新增光伏装机统计**

资料来源：彭博，华泰证券研究所

**光伏玻璃需求测算：19 年预计实现 13.7%-25.1% 的增长。**当对 2019 年光伏玻璃原片需求增速做敏感性分析时，若全球光伏新增装机量和双玻组件渗透率在预测的合理区间，即中国光伏行业协会预计的 19 年全球光伏新增装机量将大概率达到 115~120GW，双玻组件渗透率有望提升至 18%~25%，对应光伏玻璃需求增长约为 13.7%~25.1%。

**图表31： 2019 年光伏玻璃原片需求增速敏感性分析**

| 双玻组件渗透率 | 2019 年新增装机量 |        |        |        |        |
|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|         | 110 GW      | 115 GW | 120 GW | 125 GW | 130 GW |
| 15%     | 6.2%        | 11.0%  | 15.9%  | 20.7%  | 25.5%  |
| 18%     | 8.7%        | 13.7%  | 18.6%  | 23.6%  | 28.5%  |
| 20%     | 10.4%       | 15.5%  | 20.5%  | 25.5%  | 30.5%  |
| 23%     | 13.0%       | 18.1%  | 23.2%  | 28.4%  | 33.5%  |
| 25%     | 14.7%       | 19.9%  | 25.1%  | 30.3%  | 35.5%  |
| 28%     | 17.2%       | 22.5%  | 27.9%  | 33.2%  | 38.5%  |
| 30%     | 18.9%       | 24.3%  | 29.7%  | 35.1%  | 40.5%  |

资料来源：中国光伏行业协会，华泰证券研究所

### 2019 年光伏玻璃存供给缺口，推动光伏玻璃价格回升

我们预计 2019 年光伏玻璃供需关系将显著改善，供给缺口为 222.74 百万 m<sup>2</sup>，供需关系的显著改善有望推动光伏玻璃价格强势回升。详细分析请参见我们之前的《光伏玻璃景气度回升，平价上网重塑行业生态》行业深度报告。

**供应方面：**2019 年全球光伏玻璃总产量为 551.96 百万 m<sup>2</sup>，同比增长 8.22%。**需求方面：**假设 2019 年全球新增光伏装机达到 120GW，双玻组件渗透率由 2018 年的 10%提升至 20%，双玻组件功率为 315 W，单玻组件功率为 300 W，则 2019 年光伏玻璃需求为 774.70 百万 m<sup>2</sup>，供给缺口为 222.74 百万 m<sup>2</sup>。

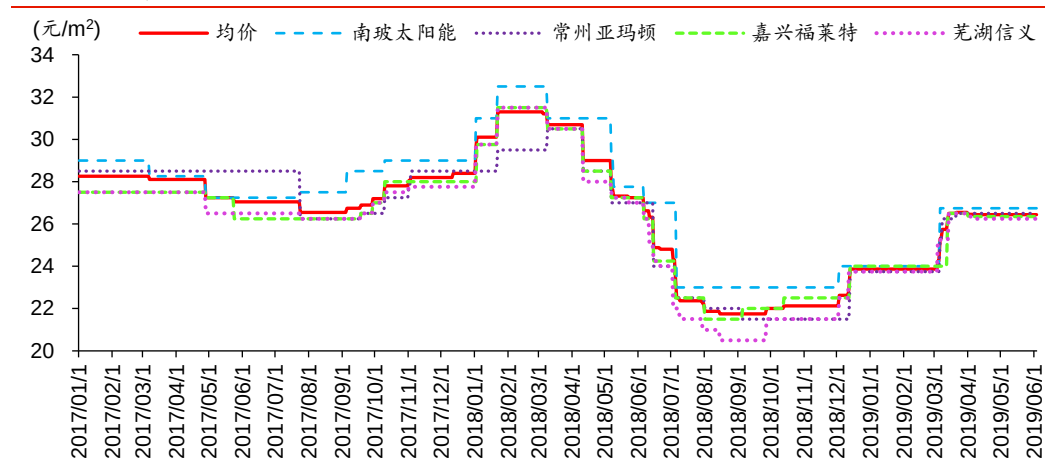
**图表32： 2019 光伏玻璃供给缺口测算**

|              | 单位                    | 单玻组件   | 双玻组件   | 合计     |
|--------------|-----------------------|--------|--------|--------|
| 组件面积 (60 片型) | m <sup>2</sup>        | 1.64   | 1.64   | /      |
| 组件功率         | W                     | 300    | 315    | /      |
| 玻璃厚度         | mm                    | 3.2    | 2.5    | /      |
| 一块组件的玻璃需求量   | 块                     | 1      | 2      | /      |
| 玻璃单位需求       | 百万 m <sup>2</sup> /GW | 5.47   | 10.41  | /      |
| 装机规模         | GW                    | 96     | 24     | 120    |
| 光伏玻璃需求       | 百万 m <sup>2</sup>     | 524.80 | 249.90 | 774.70 |
| 光伏玻璃产量       | 百万 m <sup>2</sup>     |        |        | 551.96 |
| 供给缺口         | 百万 m <sup>2</sup>     |        |        | 222.74 |

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

基于供需格局显著改善，我们判断 2019 年全年光伏玻璃价格趋势大概率向上。卓创资讯数据也显示，我国 3.2mm 镀膜光伏玻璃出厂价于 2018Q3 跌破 21 元/平方米，但自 18 年 Q4 初期开始反弹，年底前涨幅加大，在下游淡季的 1 月份实现大幅提价，3 月再度提价，至 3 月中旬我国 3.2mm 镀膜光伏玻璃出厂均价已回升至 26.50 元/平方米，随后一直保持稳定。

**图表33： 国内 3.2mm 镀膜光伏玻璃出厂价格波动**



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

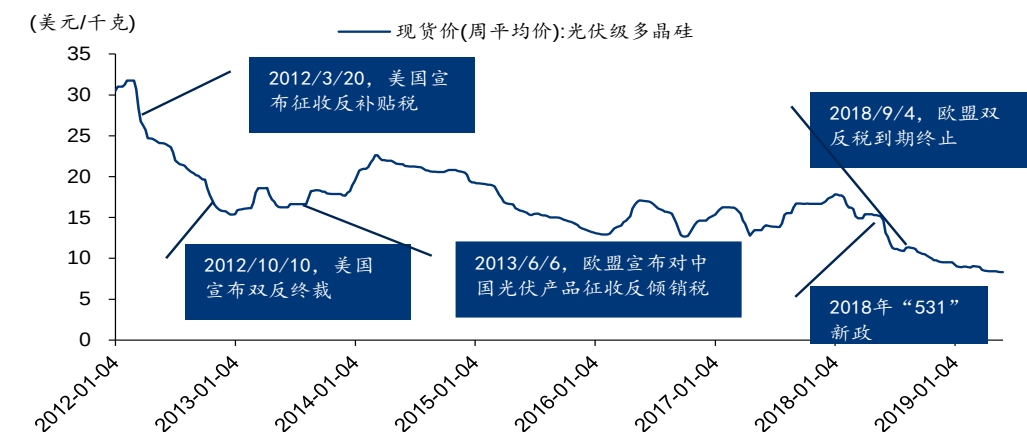
### 平价上网时代开启，行业生态有望重塑

补贴政策推动了行业的发展，但客观上也造成了行业受政策影响、周期波动较大的缺点；随着组件成本不断下降，平价上网成为趋势，行业受政策影响有望减弱，行业生态有望重塑。中国作为全球最大的光伏市场，行业景气度受到政府补贴政策的影响，行业表现出较强的周期性、且难以预测，但中国首批光伏平价上网试点已经确定，补贴逐步退出对光伏行业可能造成短期阵痛，中长期有利于行业更加追求发电效率、降低全生命周期度电成本，行业实现更大程度的商业化运作，减少政策对行业周期的影响，光伏玻璃行业盈利有望进入平稳、可预期的良性发展轨道，同时份额有望向高品质、低成本的企业集中。

中国是最大的光伏市场，因此国内补贴政策变化是行业周期波动的主要原因之一，比如去年的“531”新政；另外，欧美等主要市场针对光伏行业的“双反”调查也对行业有较大影响。2018 年“531”新政标志着补贴政策的收紧，国内光伏装机规模萎缩，产业链各环节价格大幅下降，行业进入低谷，大批企业被迫淘汰。2018 年国内光伏实现新增装

机下降至约 44.26GW，同比下降 17%，该政策导致行业景气度在 2018 年下半年出现较大幅度下行。另外，欧美是海外重要的光伏市场，因此它们针对中国征收的“反补贴税”、“反倾销税”也对光伏行业的景气度有重要影响，而国内的补贴政策是征收惩罚性关税的重要原因之一。

**图表34：国内补贴政策直接影响行业景气度，同时成为欧美征收“反补贴税”的理由**



资料来源：彭博，华泰证券研究所

平价上网时代正式开启，行业生态有望重塑。随着光伏发电成本下降，平价上网成为可能；当 2020 年后，中国光伏实现完全平价上网之后，行业因为补贴政策而产生的波动有望消失，行业有望进入更加可预期、更加良性的增长轨道。补贴政策对光伏行业发展意义重大，但客观上也造成了一些问题：第一，抢装导致光伏行业特定时点前后行业景气度波动较大；第二，补贴政策变化导致行业景气度波动较大，比如去年的“531”；第三，补贴政策也是引起贸易摩擦的原因之一，比如欧美对华双反（反倾销、反补贴）。

**图表35：国家能源局公布 19 年首批光伏平价上网项目，平价上网时代正式开启**

| 序号 | 省（市、区） | 类别      | 项目（试点）个数 | 装机容量（万千瓦） |
|----|--------|---------|----------|-----------|
| 1  | 广东     | 光伏发电    | 27       | 238       |
| 2  | 陕西     | 光伏发电    | 23       | 204       |
|    |        | 分布式交易试点 | 2        | 10        |
| 3  | 广西     | 光伏发电    | 16       | 193       |
| 4  | 河南     | 光伏发电    | 4        | 27        |
|    |        | 分布式交易试点 | 3        | 36        |
| 5  | 黑龙江    | 光伏发电    | 8        | 165       |
|    |        | 分布式交易试点 | 1        | 5         |
| 6  | 河北     | 光伏发电    | 11       | 131       |
|    |        | 分布式交易试点 | 3        | 15        |
| 7  | 山东     | 光伏发电    | 7        | 91        |
| 8  | 山西     | 光伏发电    | 8        | 100       |
|    |        | 分布式交易试点 | 2        | 20        |
| 9  | 辽宁     | 光伏发电    | 47       | 119       |
| 10 | 江苏     | 光伏发电    | 6        | 109       |
|    |        | 分布式交易试点 | 6        | 21        |
| 11 | 安徽     | 光伏发电    | 6        | 67        |
|    |        | 分布式交易试点 | 3        | 11        |
| 12 | 湖北     | 光伏发电    | 5        | 34        |
|    |        | 分布式交易试点 | 2        | 9         |
| 13 | 天津     | 分布式交易试点 | 3        | 11        |
| 14 | 宁夏     | 分布式交易试点 | 1        | 9         |
|    | 全国     | 光伏发电    | 168      | 1478      |
|    |        | 分布式交易试点 | 26       | 147       |
|    |        | 合计      | 194      | 1625      |

资料来源：国家能源局官网，华泰证券研究所

## 福莱特成本分析

公司主要产品包括光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃、家具玻璃、采矿收入以及 EPC 电站等六类，其中光伏玻璃销售成本是公司主营业务最主要的构成部分。其在 2015-2018 年公司当期主营业务成本中占比分别是 68.9%、67.58%、66.07% 和 68.26%，平均占比 67.7%，是导致主营业务成本波动的最主要的业务。

图表36：福莱特构成主营业务构成

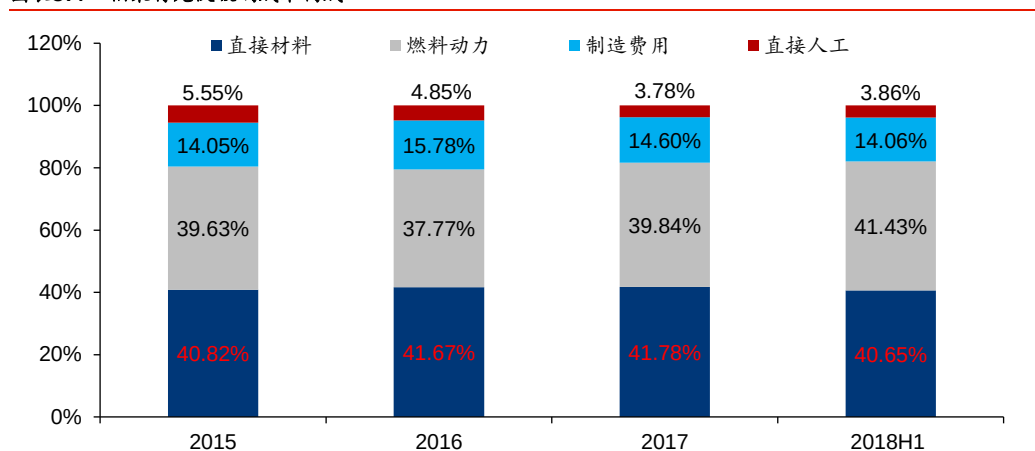
| 项目     | 2018 年度 |         | 2017 年度 |         | 2016 年度 |         | 2015 年度 |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 金额      | 占比      | 金额      | 占比      | 金额      | 占比      | 金额      | 占比      |
| 主营业务成本 | 22.21   | 100.00% | 21.13   | 100.00% | 18.27   | 100.00% | 20.37   | 100.00% |
| 光伏玻璃   | 15.16   | 68.26%  | 13.96   | 66.07%  | 12.35   | 67.58%  | 14.04   | 68.90%  |
| 浮法玻璃   | 1.33    | 5.98%   | 2.25    | 10.64%  | 2.34    | 12.82%  | 2.72    | 13.36%  |
| 工程玻璃   | 2.98    | 13.42%  | 2.25    | 10.66%  | 1.41    | 7.72%   | 1.50    | 7.36%   |
| 家具玻璃   | 2.43    | 10.92%  | 2.39    | 11.32%  | 1.90    | 10.37%  | 1.85    | 9.10%   |
| 采矿产品   | 0.31    | 1.41%   | 0.28    | 1.31%   | 0.24    | 1.34%   | 0.26    | 1.28%   |
| EPC 电站 | —       | —       | —       | —       | 0.03    | 0.17%   | —       | —       |

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

## 直接材料和燃料动力是福莱特光伏玻璃成本的主要组成部分

光伏玻璃成本主要由直接材料、燃料动力、直接人工和制造费用构成，其中，直接材料和燃料动力构成主要部分，二者占比超过八成。直接材料主要构成为纯碱和石英砂，燃料动力的主要构成为石油类燃料、天然气和电。

图表37：福莱特光伏玻璃成本构成

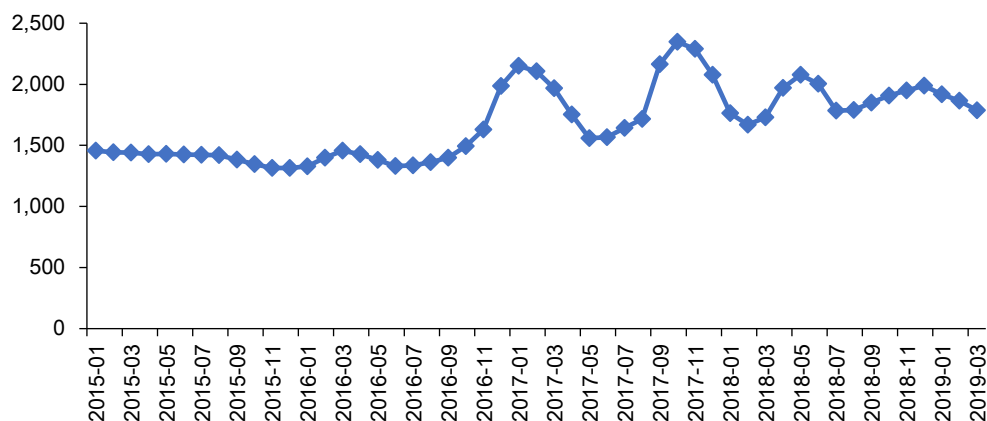


资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

## 直接材料：纯碱和石英砂构成主要直接材料，纯碱价格有望整体回落

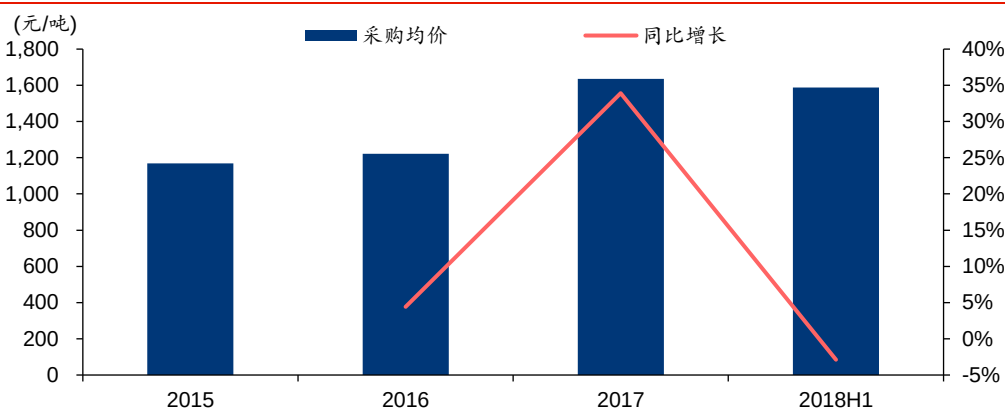
在现有的技术条件下，玻璃产品中纯碱和石英砂的单位耗用量基本稳定，因此公司光伏玻璃的成本波动主要受到材料价格波动的影响。

2015-2018 年，纯碱市场价格逐年上升，尤其 2016-2017 年市场价格大幅波动，2018 年延续市场小幅波动，我们认为 2019 年纯碱市场价格大概率维持 2018 年水平。

**图表38： 轻质纯碱月平均价**

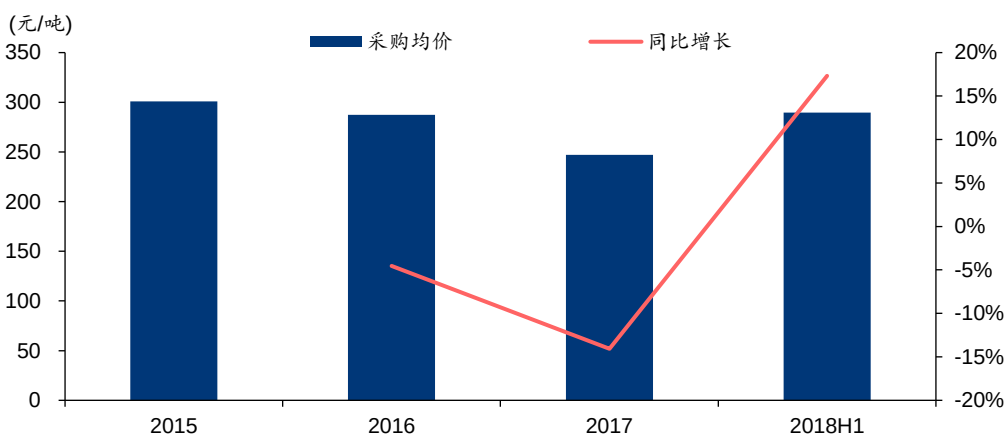
资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司纯碱采购价格在 2017 年达到 1637 元/吨，2018 年上半年有所回落，但仍维持在较高位置；纯碱价格较高，导致公司成本有较大的上行压力。

**图表39： 福莱特纯碱采购均价**

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

**直接材料主要面临石英砂价格上涨压力。**公司拥有安徽凤阳储量 1800 万吨的优质石英砂采矿权，能够稳定为公司提供质优价廉的石英砂，锁定石英砂部分采购成本。2018 年 H1 以来，受制石英砂价格上涨的影响，光伏玻璃直接材料耗用成本上涨，我们认为 2019 年直接材料成本主要面临石英砂价格上涨压力。

**图表40： 福莱特石英砂采购均价**

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所



### 燃料动力：天然气成本有一定上行压力

燃料动力单位成本主要受燃料价格、单位能耗以及安装环保设备等因素的影响。

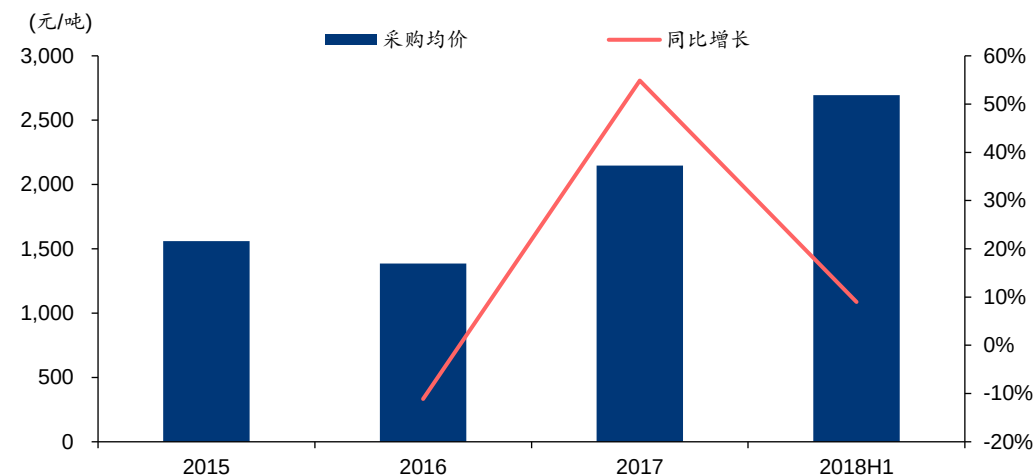
图表41： 燃料动力采购价格及波动

| 材料名称  | 单位               | 2018H1  |       | 2017    |         | 2016    |         | 2015    |
|-------|------------------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       |                  | 采购均价    | 增长率   | 采购均价    | 增长率     | 采购均价    | 增长率     | 采购均价    |
| 天然气   | 元/m <sup>3</sup> | 2.20    | 2.83% | 2.14    | -16.90% | 2.57    | -15.22% | 3.03    |
| 石油类燃料 | 元/吨              | 2695.40 | 8.96% | 2146.61 | 54.87%  | 1386.04 | -11.12% | 1559.43 |
| 电     | 元/度              | 0.61    | 0.27% | 0.61    | —       | 0.61    | -4.69%  | 0.64    |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

燃料油成本面临上行压力。燃料动力材料为天然气、石油类燃料和电，其中天然气和电一般随着政府指导价格波动而波动，石油类燃料价格的波动则与国内市场燃油价格波动相关。2015 年和 2016 年，国内燃油市场价格整体呈下降趋势，而 2017 年之后，国内燃油油价快速上涨，导致 2017 和 2018H1 石油类燃料采购均价连续上升。

图表42： 福莱特石油采购均价



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表43： 燃油市场价波动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 规模化生产线有效提高光伏玻璃生产效率、降低单位能耗

2018 年 4 月，安徽光伏生产基地首条生产线达到预定可使用状态，其较高的生产效率使得产品单位能耗大幅降低，但由于其达到预定可使用状态时间较短，又受到公司嘉福生产线单位能耗的上升，两者影响基本对冲，故当期的单位产品耗用热量情况与 2017 年度基本持平。

图表44：原片产量与燃料动力的配比分析

| 项目                  | 2018H1 | 2017   | 2016   | 2015   |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 原片产量（万吨）            | 37.39  | 64.87  | 64.79  | 63.17  |
| 电耗用量（百万 kwh）        | 31.50  | 66.31  | 67.05  | 64.87  |
| 单位产品耗用电量（kwh/t）     | 84.23  | 102.20 | 103.48 | 107.33 |
| 燃料：                 |        |        |        |        |
| 天然气耗用量（百万 m³）       | 50.55  | 6.06   | 4.26   | 16.96  |
| 天然气折算热值（亿 kcal）     | 3993   | 478    | 354    | 1408   |
| 石油类燃料耗用量（万吨）        | 4.82   | 15.35  | 16.48  | 13.42  |
| 石油类燃料折算热值（亿 kcal）   | 4445   | 14244  | 14939  | 12183  |
| 合计耗用热量（亿 kcal）      | 8438   | 14723  | 15326  | 13613  |
| 单位产品耗用热量（百万 kcal/t） | 2.26   | 2.27   | 2.36   | 2.15   |

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 关键假设

福莱特是国内领先的玻璃制造企业，业务涉及光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃的研产销和玻璃用石英岩矿开采、销售以及 EPC 光伏电站的建设；其中光伏玻璃是公司最主要的产品，产能位列全球第二。我们认为福莱特处于产能扩张周期，今年有望享受量价齐升的格局。由于平价上网，行业生态改变，预计福莱特等龙头企业盈利稳定性将大幅提升。

1) 光伏玻璃：随着公司安徽凤阳和越南新增产能的投产，光伏玻璃产能有望进一步提升，预计公司 19-21 光伏玻璃产能分别为 6290/7290/8490 吨/日。受 531 光伏政策的冲击，18 年光伏行业景气度下行，光伏玻璃价格走弱；展望 2019/2020，光伏玻璃或存在供给缺口，推动行业景气度回升。根据公司产能的释放节奏及行业存在较大供给缺口，我们预计公司 19-21 年光伏玻璃销量为 151.1/207.3/250.8 百万  $m^2$ 。太阳能镀膜玻璃价格为行业定价，产品价格 18 年“531”之后下行至低位（最低跌破 20 元/平方米）。我们预计 19 年全球光伏玻璃实际产量为 551.96 百万  $m^2$ ，同比增长约 8.22%；行业存在 222.74 百万  $m^2$  的供给缺口，这将推动光伏玻璃价格回升，我们预计公司 19-21 年光伏玻璃均价分别为 24.00/24.40/24.80 元/ $m^2$ （不含税）；伴随着凤阳、越南基地多座 1000t/d 的大型光伏玻璃窑炉相继投产，公司光伏玻璃单位能耗有望大幅降低、成品率预期大幅提升，带动生产成本下行，我们假设光伏玻璃生产成本为 16.00/15.90/15.80 元/ $m^2$ （略低于 18 年的 16.07 元/ $m^2$ ），综合公司产品均价和单位生产成本，我们预计公司光伏玻璃 19-21 年毛利率分别为 33.33%/34.84%/36.29%；

2) 浮法玻璃：随着公司日熔化量 600 吨的浮法玻璃熔窑冷修，并改造升级成年产能 10 万吨的在线 Low-e 玻璃生产线，浮法玻璃原片将更多的用于自身的 Low-e 玻璃加工，导致浮法玻璃外销量下滑。我们预计公司 19-21 年浮法玻璃销量下滑至 6 万吨，单位售价分别提升至 1389.87/1403.76/1417.80 元/吨，营业收入分别下滑至 83.39/84.23/85.07 百万元，毛利率分别为 16.10%/16.93%/17.75%；

3) 工程玻璃：因新增的 LOW-E 生产线投入运营（10 万吨 Low-e 玻璃生产线对应 4-5mm 厚度的工程玻璃面积是 800-1000 万平方米），工程玻璃产销量在 17 年投产后缓慢放量，我们预计公司 19-21 年工程玻璃销量提升至 1350 万  $m^2$ ，单位售价分别提升至 39.25/39.65/40.04 元/ $m^2$ ，营业收入分别为 529.94/535.24/540.59 百万元，毛利率分别提升至 25.39%/26.12%/26.86%；

4) 家居玻璃：公司家居玻璃 19-21 年无新增产能可以投放，我们预计本业务将保持相对平稳，我们假设 19-21 年家居玻璃销量保持在 18 年 794.08 万  $m^2$  的水平，单位售价分别提升至 42.37/42.79/43.22 元/ $m^2$ ，营业收入分别为 336.44/339.81/343.20 百万元，毛利率分别提升至 27.92%/28.63%/29.34%。

图表45：福莱特主营业务盈利预测

|             | 2016A     | 2017A     | 2018A     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 总收入（百万元）    | 2951.27   | 2974.51   | 3063.80   | 4657.25  | 6098.74  | 7269.77  |
| 增长率（YoY）    | 1.28%     | 0.79%     | 3.00%     | 52.01%   | 30.95%   | 19.20%   |
| 毛利率         | 37.92%    | 28.87%    | 27.12%    | 31.97%   | 33.64%   | 35.17%   |
| <b>光伏玻璃</b> |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）   | 2147.16   | 2027.05   | 2096.22   | 3625.38  | 5057.37  | 6218.81  |
| 销量（万平方米）    | 7297.44   | 7762.54   | 9433.30   | 15105.74 | 20726.93 | 25075.85 |
| 单价（元/平方米）   | 29.42     | 26.11     | 22.22     | 24.00    | 24.40    | 24.80    |
| 毛利率         | 42.48%    | 31.12%    | 27.68%    | 33.33%   | 34.84%   | 36.29%   |
| <b>浮法玻璃</b> |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）   | 302.53    | 295.28    | 156.83    | 83.39    | 84.23    | 85.07    |
| 销量（吨）       | 263304.61 | 210104.58 | 113963.22 | 60000.00 | 60000.00 | 60000.00 |
| 单价（元/吨）     | 1148.96   | 1405.38   | 1376.10   | 1,389.87 | 1,403.76 | 1,417.80 |
| 毛利率         | 21.36%    | 22.86%    | 15.26%    | 16.10%   | 16.93%   | 17.75%   |
| <b>工程玻璃</b> |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）   | 187.35    | 297.05    | 395.54    | 529.94   | 535.24   | 540.59   |
| 销量（万平方米）    | 412.53    | 767.90    | 1017.71   | 1350.00  | 1350.00  | 1350.00  |
| 单价（元/平方米）   | 45.42     | 38.68     | 38.87     | 39.25    | 39.65    | 40.04    |
| 毛利率         | 28.55%    | 24.16%    | 24.64%    | 25.39%   | 26.12%   | 26.86%   |
| <b>家居玻璃</b> |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）   | 273.20    | 321.66    | 333.11    | 336.44   | 339.81   | 343.20   |
| 销量（万平方米）    | 677.94    | 810.26    | 794.08    | 794.08   | 794.08   | 794.08   |
| 单价（元/平方米）   | 40.30     | 39.70     | 41.95     | 42.37    | 42.79    | 43.22    |
| 毛利率         | 30.62%    | 25.64%    | 27.20%    | 27.92%   | 28.63%   | 29.34%   |

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

5) 销售费用：公司光伏玻璃放量增长，但是在扩张过程中产能利用率提升具有时滞，导致规模效应不能及时发挥，出于审慎原则，我们假设公司销售费用率整体保持平稳，预计 19-21 年公司销售费用率维持在 18 年 4.19% 的水平；

6) 管理费用：考虑到人员扩张，以及产能释放存在时滞，管理费用的摊薄也可能存在时滞，审慎原则，我们假设公司 19-21 年管理费用率维持在 18 年 3.84% 的水平；

7) 财务费用：随着光伏玻璃价格回升对现金流的改善作用，以及财务费用管理能力的提升，公司财务费用情况有望改善，我们预计 19-21 年公司财务费用为 28/20/27 百万元，对应财务费用率为 0.61%/0.32%/0.36%。

三项费用率具体假设如下：

图表46：三项费用率情况及假设

|       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 3.56% | 3.62% | 4.60% | 4.19% | 4.19% | 4.19% | 4.19% |
| 管理费用率 | 3.09% | 3.63% | 3.44% | 3.84% | 3.84% | 3.84% | 3.84% |
| 财务费用率 | 0.85% | 0.15% | 0.95% | 0.05% | 0.61% | 0.32% | 0.36% |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 投资建议

公司作为国内领先的玻璃制造企业，产能扩充以及海内外布局稳步推进。我们预计 2019-2021 年 EPS 为 0.39/0.57/0.72 元，参考可比公司 2019 年平均 PE 水平（28.26x），考虑到公司较快的增长速度，给予一定的估值溢价，我们认为公司 2019 年合理 PE 估值区间为 29-30x，对应目标价 11.31-11.70 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表47： 可比公司估值表

|      | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 隆基股份 | 19.03 | 19.45 | 14.91 | 12.05 |
| 亚玛顿  | 30.94 | 28.55 | 22.68 | /     |
| 华工科技 | 42.33 | 36.79 | 28.44 | 23.56 |
| 平均   | 30.77 | 28.26 | 22.01 | 17.81 |

资料来源：Wind、华泰证券研究所（截止 2019/06/14，均为 Wind 一致预期）

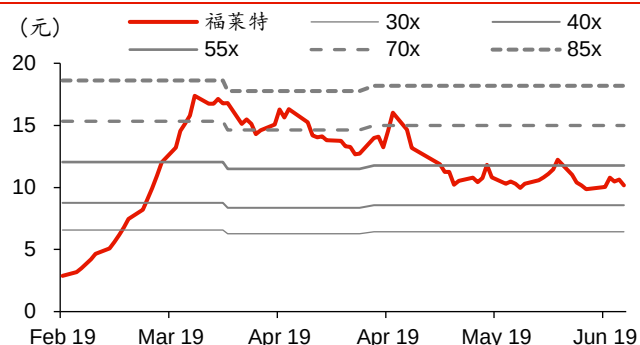
## 风险提示

**1) 光伏行业补贴政策不及预期：**国内光伏行业补贴的政策预期有所修复，但光伏行业补贴退坡是确定性趋势，补贴力度存在不及预期的风险；

**2) 海外市场需求不及预期：**海外市场增长较快的市场包括西班牙、印度、美国等市场，但是海外市场差异较大，且国内对其缺乏跟踪，存在部分市场不及预期从而拖累全球市场的预期。

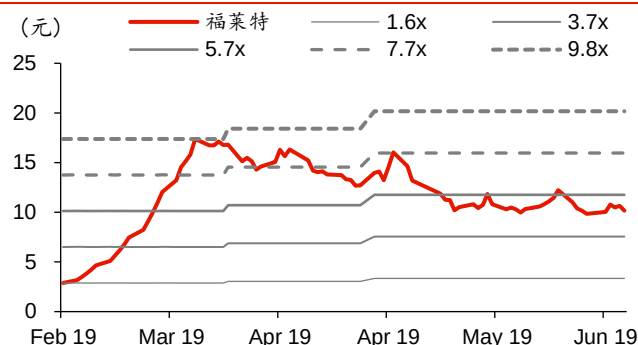
## PE/PB – Bands

图表48： 福莱特历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表49： 福莱特历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 流动资产       | 2,941  | 3,047  | 4,327  | 4,381   | 5,161   |
| 现金         | 1,085  | 683.02 | 880.07 | (55.95) | (71.12) |
| 应收账款       | 507.10 | 821.20 | 1,248  | 1,635   | 1,949   |
| 其他应收账款     | 1.25   | 1.30   | 1.97   | 2.58    | 3.08    |
| 预付账款       | 71.75  | 65.47  | 92.91  | 118.67  | 138.22  |
| 存货         | 267.59 | 377.12 | 530.83 | 679.24  | 791.80  |
| 其他流动资产     | 1,009  | 1,099  | 1,573  | 2,002   | 2,350   |
| 非流动资产      | 3,014  | 3,906  | 3,917  | 5,036   | 7,207   |
| 长期投资       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 固定投资       | 1,469  | 2,166  | 1,805  | 2,695   | 4,832   |
| 无形资产       | 535.45 | 536.81 | 538.08 | 539.27  | 540.38  |
| 其他非流动资产    | 1,009  | 1,203  | 1,574  | 1,802   | 1,835   |
| 资产总计       | 5,956  | 6,954  | 8,245  | 9,417   | 12,367  |
| 流动负债       | 1,969  | 2,250  | 2,434  | 2,434   | 3,931   |
| 短期借款       | 379.52 | 450.40 | 0.00   | 0.00    | 896.55  |
| 应付账款       | 1,048  | 1,217  | 1,700  | 1,700   | 2,138   |
| 其他流动负债     | 540.71 | 583.11 | 733.86 | 733.86  | 896.00  |
| 非流动负债      | 736.63 | 1,035  | 1,495  | 1,495   | 1,485   |
| 长期借款       | 687.50 | 989.44 | 0.00   | 0.00    | 1,440   |
| 其他非流动负债    | 49.13  | 45.41  | 1,495  | 1,495   | 45.41   |
| 负债合计       | 2,705  | 3,285  | 3,929  | 3,929   | 5,416   |
| 少数股东权益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 股本         | 450.00 | 450.00 | 487.50 | 487.50  | 487.50  |
| 资本公积       | 622.23 | 622.23 | 622.23 | 622.23  | 622.23  |
| 留存公积       | 2,184  | 2,592  | 3,366  | 4,472   | 5,882   |
| 归属母公司股东权益  | 3,250  | 3,669  | 4,476  | 5,582   | 6,991   |
| 负债和股东权益    | 5,956  | 6,954  | 8,405  | 9,512   | 12,408  |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 309.04   | 430.91   | 671.48   | 925.11   | 1,328    |
| 净利润        | 426.53   | 407.31   | 769.50   | 1,107    | 1,409    |
| 折旧摊销       | 235.29   | 254.07   | 254.07   | 269.60   | 303.64   |
| 财务费用       | 28.49    | 1.61     | 28.49    | 19.52    | 26.51    |
| 投资损失       | 0.31     | 16.19    | 16.19    | 16.19    | 16.19    |
| 营运资金变动     | (350.65) | (254.57) | (342.51) | (448.45) | (389.50) |
| 其他经营现金     | (30.92)  | 6.29     | (54.26)  | (38.30)  | (38.42)  |
| 投资活动现金     | (529.10) | (1,303)  | (1,412)  | (1,845)  | (2,196)  |
| 资本支出       | 553.59   | 1,257    | 1,397    | 1,830    | 2,181    |
| 长期投资       | (20.00)  | (4.20)   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | (4.49)   | 50.02    | 15.15    | 15.15    | 15.15    |
| 筹资活动现金     | 479.49   | 436.64   | 536.12   | (16.35)  | 853.20   |
| 短期借款       | 44.15    | 70.88    | (379.52) | 0.00     | 896.55   |
| 长期借款       | 687.40   | 301.93   | (687.50) | 0.00     | 1,440    |
| 普通股增加      | 0.00     | 0.00     | 37.50    | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (252.07) | 63.83    | 1,566    | (16.35)  | (1,483)  |
| 现金净增加额     | 259.42   | (435.39) | (204.72) | (936.02) | (15.17)  |

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2017   | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 2,991  | 3,064   | 4,657   | 6,099   | 7,270   |
| 营业成本        | 2,128  | 2,233   | 3,168   | 4,047   | 4,713   |
| 营业税金及附加     | 35.30  | 28.64   | 50.98   | 66.76   | 79.58   |
| 营业费用        | 137.51 | 128.33  | 195.07  | 255.45  | 304.49  |
| 管理费用        | 102.91 | 117.79  | 179.05  | 234.46  | 279.48  |
| 财务费用        | 28.49  | 1.61    | 28.49   | 19.52   | 26.51   |
| 资产减值损失      | (8.96) | 2.59    | 3.94    | 5.15    | 6.14    |
| 公允价值变动收益    | 7.07   | (13.26) | (13.26) | (13.26) | (13.26) |
| 投资净收益       | (0.31) | (16.19) | (16.19) | (16.19) | (16.19) |
| 营业利润        | 491.63 | 458.52  | 876.42  | 1,262   | 1,609   |
| 营业外收入       | 4.78   | 7.76    | 4.78    | 4.78    | 4.78    |
| 营业外支出       | 0.56   | 0.13    | 0.56    | 0.56    | 0.56    |
| 利润总额        | 495.85 | 466.15  | 880.64  | 1,266   | 1,613   |
| 所得税         | 69.33  | 58.83   | 111.14  | 159.82  | 203.55  |
| 净利润         | 426.53 | 407.31  | 769.50  | 1,107   | 1,409   |
| 少数股东损益      | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 归属母公司净利润    | 426.53 | 407.31  | 769.50  | 1,107   | 1,409   |
| EBITDA      | 823.06 | 810.36  | 1,318   | 1,765   | 2,197   |
| EPS (元, 基本) | 0.24   | 0.23    | 0.39    | 0.57    | 0.72    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017    | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力          |         |        |       |       |       |
| 营业收入          | 0.81    | 2.42   | 52.01 | 30.95 | 19.20 |
| 营业利润          | (28.76) | (6.74) | 91.14 | 44.01 | 27.45 |
| 归属母公司净利润      | (29.30) | (4.50) | 88.92 | 43.80 | 27.36 |
| 获利能力 (%)      |         |        |       |       |       |
| 毛利率           | 28.87   | 27.12  | 31.97 | 33.64 | 35.17 |
| 净利率           | 14.26   | 13.29  | 16.52 | 18.14 | 19.39 |
| ROE           | 13.74   | 11.77  | 20.26 | 22.00 | 22.42 |
| ROIC          | 18.04   | 12.99  | 27.91 | 28.92 | 22.47 |
| 偿债能力          |         |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 45.42   | 47.24  | 46.75 | 41.31 | 43.65 |
| 净负债比率 (%)     | 40.15   | 49.98  | 5.14  | 5.14  | 46.87 |
| 流动比率          | 1.49    | 1.35   | 1.78  | 1.80  | 1.31  |
| 速动比率          | 1.36    | 1.19   | 1.56  | 1.52  | 1.11  |
| 营运能力          |         |        |       |       |       |
| 总资产周转率        | 0.57    | 0.47   | 0.66  | 0.69  | 0.67  |
| 应收账款周转率       | 5.24    | 5.46   | 4.61  | 4.50  | 4.23  |
| 应付账款周转率       | 2.92    | 2.50   | 1.97  | 2.17  | 2.11  |
| 每股指标 (元)      |         |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.22    | 0.21   | 0.39  | 0.57  | 0.72  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.16    | 0.22   | 0.34  | 0.47  | 0.68  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 1.67    | 2.30   | 2.30  | 2.86  | 3.59  |
| 估值比率          |         |        |       |       |       |
| PE (倍)        | 46.45   | 48.64  | 25.75 | 17.90 | 14.06 |
| PB (倍)        | 6.10    | 4.43   | 4.43  | 3.55  | 2.83  |
| EV_EBITDA (倍) | 25.45   | 25.84  | 15.89 | 11.87 | 9.53  |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com