

公司研究/动态点评

2019年12月01日

建材/玻璃 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 9.75  
合理价格区间(元): 13.02~13.64

**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

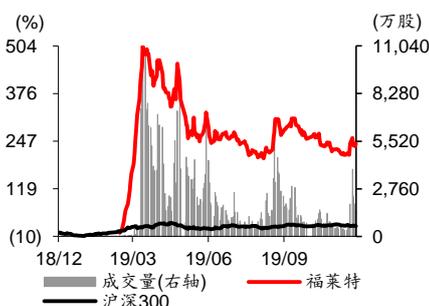
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《福莱特(601865 SH,增持): 行业景气向上, 公司优势凸显》2019.10
- 2 《福莱特(601865 SH,增持): 积极扩张确立龙头地位, 静待行业景气度提升》2019.08
- 3 《福莱特(601865,增持): 光伏玻璃龙头, 扩张正当其时》2019.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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)	19,013
总资产 (百万元)	8,540
每股净资产 (元)	2.24

资料来源: 公司公告

# 产能扩张周期, 尽享景气向上趋势

## 福莱特(601865)

### 光伏玻璃景气度持续提升, 上调公司利润预期

根据卓创资讯数据, 11月29日, 嘉兴福莱特 3.2mm 光伏镀膜玻璃出厂价(含税)由 28.00 元/平方米上提至 29.00/平方米, 行业景气度持续提升。公司作为全球第二大光伏玻璃企业, 产能处于扩张周期, 考虑到 20-21 年光伏玻璃供给缺口仍将存在, 光伏玻璃价格仍有提升空间, 公司将充分受益, 我们上调公司 19-21 年 EPS 预测值为 0.40/0.62/0.78 元(原值为 0.39/0.57/0.72 元), 调高评级至“买入”。

### 先进产能占比持续提升, 重视光伏玻璃赛道优势

福莱特是全球第二大光伏玻璃企业, 拥有在产产能 5400t/d, 其中三条为 1000t/d 的大窑炉, 具备能耗低等优势, 大窑炉占比越高, 意味着公司平均生产成本越低;越南两条 1000t/d 和凤阳两条 1200t/d 窑炉有望分别于明后两年投产, 公司先进产能的占比仍将提升。光伏玻璃技术路径成熟, 福莱特和信义光能优势仍在扩大, 行业集中度较高、且仍在提升, 我们认为光伏玻璃是光伏产业链具备赛道优势的产品, 产品价格因而较为稳健。

### 行业需求有望高增长, 供给缺口仍将存在

海外光伏装机规模高增长, 并且双玻组件渗透率稳步提升, 推动光伏玻璃需求高增长。根据 11月26日发布的华泰建材 2020 年度策略《拥抱精装及存量时代的消费建材龙头》中的最新测算, 20-21 年光伏玻璃需求的增速为 30.56%和 29.20%, 高于 2019 年的 20.75%, 需求增速有所提升。而行业新增产能主要来自信义光能和福莱特等领先企业, 供给增加有限。我们预计 20-21 年光伏玻璃的供给缺口为 117.30 万吨和 241.66 万吨, 明后两年行业有望延续今年光伏玻璃供应紧张的局面。

### 再次提价验证供应缺口, 公司利润具备高弹性

光伏玻璃在 2019Q3 进入旺季, 再次提价验证行业供给缺口。8 月光伏补贴项目逐步落地, 光伏玻璃供应紧张的局面凸显, 因此主流企业在 8 月底、9 月初陆续对光伏玻璃提价;根据卓创咨询数据, 11月29日嘉兴福莱特再次提价, 这是公司今年下半年的第二次提价。公司利润对产品价格和销量具备高弹性, 2019Q3 净利润环比提升 62%, 随着公司产能释放和产品价格提升, 公司利润高弹性特征有望充分显现。

### 行业高景气叠加公司产能扩张周期, 上调至“买入”评级

公司作为全球领先的光伏玻璃企业, 产能扩张稳步推进, 充分受益于行业高景气。公司 2019Q3 业绩表现强劲, 彰显公司利润弹性;考虑到公司产能释放和供给缺口支撑产品价格, 我们预计 19-21 年归母净利润为 7.81/12.01/15.18 亿元(原值为 7.69/11.07/14.04), 对应 EPS 为 0.40/0.62/0.78 元(原值为 0.39/0.57/0.72 元);参考可比公司 20 年平均 21x 估值水平, 考虑到公司技术行业领先, 增长速度较快, 我们认为公司 20 年合理 PE 为 21-22x, 对应目标价 13.02-13.64 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 海外光伏电站装机不及预期, 公司产能投放进度慢于预期。

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	4,672	6,223	7,420
+/-%	0.81	2.42	52.50	33.19	19.24
归属母公司净利润 (百万元)	426.53	407.31	781.00	1,201	1,518
+/-%	(29.30)	(4.50)	91.74	53.80	26.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.21	0.40	0.62	0.78
PE (倍)	44.58	46.68	24.34	15.83	12.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

根据我们在11月26日发布的华泰建材2020年度策略《拥抱精装及存量时代的消费建材龙头》中的最新测算，我们预计2020、2021年光伏玻璃供给缺口分别为117.30、241.66万吨，供应紧张将支撑光伏玻璃价格保持稳健，公司有望充分获益。供应方面：2020、2021年全球光伏玻璃总产量分别为634.76、729.97万吨。需求方面：沿用5月31日的行业深度研究报告《光伏玻璃景气度回升，平价上网重塑行业生态——华泰建材细分行业解读之三：光伏玻璃》中的假设。假设2020、2021年全球新增光伏装机分别达到150、180GW，双玻组件渗透率由2018年的10%分别提升至30、48%，双玻组件功率为315W，单玻组件功率为300W，则2020、2021年光伏玻璃需求分别为752.06、971.63万吨，供给缺口分别为117.30、241.66万吨。因此我们认为未来两年光伏玻璃存在较大供给缺口，支撑光伏玻璃行业高景气。

**图表1：全球光伏玻璃原片需求增速预算**

	单位	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
双玻渗透率	%	3.85	6.6	10	20	30	48	
装机量	GW	75	99	104	120	150	180	
单玻组件	装机量	GW	72.11	92.47	93.60	96.00	105.00	93.60
	光伏玻璃单位需求量	万吨/GW	4.37	4.37	4.37	4.37	4.37	4.37
	光伏玻璃累计需求量	万吨	315.37	404.38	409.34	419.84	459.20	409.34
	装机量	GW	2.89	6.53	10.40	24.00	45.00	86.40
双玻组件	光伏玻璃单位需求量	万吨/GW	6.51	6.51	6.51	6.51	6.51	6.51
	光伏玻璃累计需求量	万吨	18.79	42.52	67.68	156.19	292.86	562.29
合计光伏玻璃需求量	万吨	334.16	446.91	477.03	576.03	752.06	971.63	
同比增长	%		33.74%	6.74%	20.75%	30.56%	29.20%	
光伏玻璃供给量	万吨	431.60	457.00	510.06	551.96	634.76	729.97	
同比增长	%		5.89%	11.61%	8.22%	15.00%	15.00%	
供给缺口	万吨	97.44	10.09	33.03	-24.07	-117.30	-241.66	

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

光伏玻璃业务关键假设：公司主要收入来源是光伏玻璃业务，2015-2018年光伏玻璃收入占比均不小于68%；上文我们提到未来两年光伏玻璃存在较大供给缺口，支撑光伏玻璃行业高景气，光伏玻璃价格仍有提升空间，我们预计19-21年光伏玻璃均价为24.10/25.00/25.40元/平方米；19-21年光伏玻璃单位毛利为8.10/9.10/9.60元/平方米；19-21年光伏玻璃毛利率为50.63%/57.23%/60.76%；

**图表2：福莱特盈利预测**

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入(百万元)	2,951	2,975	3,064	4,672	6,223	7,420
收入增速	1.28%	0.79%	3.00%	52.50%	33.19%	19.24%
总收入原假设值(百万元)	2,968	2,991	3,064	4,657	6,099	7,270
光伏玻璃收入(百万元)	2,147	2,027	2,096	3,640	5,182	6,369
光伏玻璃收入原假设值(百万元)	2,147	2,027	2,096	3,625	5,057	6,219
光伏玻璃销量(万平方米)	7,297	7,763	9,433	15,106	20,727	25,076
光伏玻璃销量原假设(万平方米)	7,297	7,763	9,433	15,106	20,727	25,076
产量(万平方米)	7,429	7,502	9,736	15,106	20,727	25,076
产量原假设(万平方米)	7,429	7,502	9,736	15,106	20,727	25,076
光伏玻璃均价(元/平方米)	29.42	26.11	22.22	24.10	25.00	25.40
光伏玻璃均价原假设(元/平方米)	29.42	26.11	22.22	24.00	24.40	24.80
光伏玻璃单位成本(元/平方米)	16.92	17.99	16.07	16.00	15.90	15.80
光伏玻璃单位成本原假设(元/平方米)	16.92	17.99	16.07	16.00	15.90	15.80
光伏玻璃单位毛利(元/平方米)	12.50	8.13	6.15	8.10	9.10	9.60
光伏玻璃单位毛利原假设(元/平方米)	12.50	8.13	6.15	8.00	8.50	9.00
光伏玻璃毛利率	42.48%	31.12%	27.68%	50.63%	57.23%	60.76%
光伏玻璃毛利率原假设	42.48%	31.12%	27.68%	50.00%	53.46%	56.96%
销售费用率	3.62%	4.60%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%
管理费用率	3.63%	3.44%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%
研发费用率	3.48%	3.21%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
财务费用率	0.15%	0.95%	0.05%	0.61%	0.31%	0.44%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计 19-21 年归母净利润为 7.81/12.01/15.18 亿元（原值为 7.69/11.07/14.04），对应 EPS 为 0.40/0.62/0.78 元（原值为 0.39/0.57/0.72 元）；参考可比公司 20 年平均 21x 估值水平，考虑到公司技术行业领先，增长速度较快，我们认为公司 20 年合理 PE 为 21-22x，对应目标价 13.02-13.64 元，上调至“买入”评级。

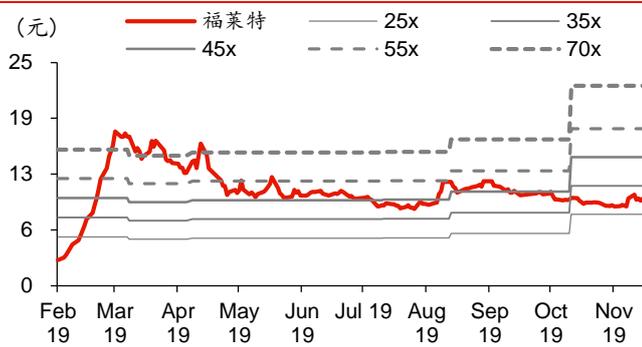
**图表3：可比公司 Wind 一致预测 PE（截止 20191130）**

可比公司	2018A	2019E	2020E	2021E
南玻 A	25.22	20.95	17.42	14.52
隆基股份	19.03	18.32	14.28	11.76
华工科技	42.33	36.54	31.30	25.59
平均	28.86	25.27	21.00	17.29

资料来源：Wind（截止 20191130），华泰证券研究所

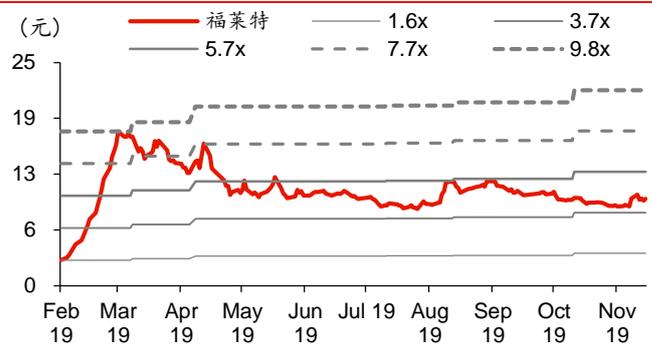
**PE/PB - Bands**

**图表4：福莱特历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表5：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	4,343	5,537	6,256
现金	1,085	683.02	887.03	1,030	939.33
应收账款	507.10	821.20	1,252	1,668	1,989
其他应收账款	1.25	1.30	1.98	2.63	3.14
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	1,578	2,039	2,395
非流动资产	3,014	3,906	4,763	5,385	6,750
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,469	2,166	2,647	3,220	4,828
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	1,577	1,625	1,381
资产总计	5,956	6,954	9,105	10,922	13,006
流动负债	1,969	2,250	3,123	3,964	4,586
短期借款	379.52	450.40	686.87	914.84	1,091
应付账款	1,048	1,217	1,700	2,138	2,452
其他流动负债	540.71	583.11	735.65	910.74	1,043
非流动负债	736.63	1,035	1,495	1,270	1,213
长期借款	687.50	989.44	0.00	1,224	1,168
其他非流动负债	49.13	45.41	1,495	45.41	45.41
负债合计	2,705	3,285	4,618	5,234	5,800
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	3,377	4,579	6,097
归属母公司股东权益	3,250	3,669	4,487	5,688	7,206
负债和股东权益	5,956	6,954	9,105	10,922	13,006

### 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	682.98	1,050	1,444
净利润	426.53	407.31	781.00	1,201	1,518
折旧摊销	235.29	254.07	254.07	299.98	355.45
财务费用	28.49	1.61	28.49	19.52	33.01
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)	(455.21)	(438.39)
其他经营现金	(30.92)	6.29	(54.26)	(31.80)	(40.35)
投资活动现金	(529.10)	(1,303)	(1,417)	(1,571)	(1,499)
资本支出	553.59	1,257	1,402	1,556	1,484
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	664.02	(35.49)
短期借款	44.15	70.88	307.35	227.97	175.99
长期借款	687.40	301.93	(687.50)	1,224	(56.46)
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	878.78	(788.44)	(155.02)
现金净增加额	259.42	(435.39)	(197.76)	142.96	(90.66)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,991	3,064	4,672	6,223	7,420
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	51.15	68.12	81.23
营业费用	137.51	128.33	195.70	260.65	310.80
管理费用	102.91	117.79	179.63	239.24	285.27
财务费用	28.49	1.61	28.49	19.52	33.01
资产减值损失	(8.96)	2.59	3.95	5.26	6.27
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	889.58	1,370	1,733
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	893.80	1,375	1,737
所得税	69.33	58.83	112.80	173.49	219.27
净利润	426.53	407.31	781.00	1,201	1,518
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	781.00	1,201	1,518
EBITDA	823.06	810.36	1,332	1,908	2,385
EPS (亿元, 基本)	0.24	0.23	0.40	0.62	0.78

### 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	52.50	33.19	19.24
营业利润	(28.76)	(6.74)	94.01	54.06	26.47
归属母公司净利润	(29.30)	(4.50)	91.74	53.80	26.38
获利能力 (%)					
毛利率	28.87	27.12	32.19	34.97	36.48
净利率	14.26	13.29	16.72	19.30	20.46
ROE	13.74	11.77	20.54	23.61	23.55
ROIC	18.04	12.99	25.66	25.89	23.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.42	47.24	50.72	47.92	44.59
净负债比率 (%)	40.15	49.98	19.25	44.73	42.43
流动比率	1.49	1.35	1.39	1.40	1.36
速动比率	1.36	1.19	1.22	1.23	1.19
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.47	0.64	0.62	0.62
应收账款周转率	5.24	5.46	4.61	4.51	4.26
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	0.40	0.62	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.22	0.35	0.54	0.74
每股净资产(最新摊薄)	1.67	2.30	2.30	2.92	3.70
估值比率					
PE (倍)	44.58	46.68	24.34	15.83	12.52
PB (倍)	5.85	4.24	4.24	3.34	2.64
EV_EBITDA (倍)	21.64	21.98	13.37	9.33	7.47

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、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