



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 福莱特 (601865): 光伏玻璃赛道 优质, 公司持续盈利能力出色

2019年12月02日

强烈推荐/维持

福莱特

公司报告

## 报告摘要:

**事件摘要:** 据卓创资讯 11 月 21 日官网公告, 光伏玻璃主要企业计划提升 12 月 3.2mm 光伏玻璃参考价至 29 元/平米, 较当前 28 元/平米均价再提升 3.6%。这是年内第 3 次上调价格, 3.2mm 镀膜片价格重回 531 政策影响前、2018 年 4 月的水平, 光伏玻璃此轮涨价也预示了光伏装机需求的整体复苏。

**行业属性打造光伏玻璃优质赛道。**光伏玻璃过高的行业壁垒以及规模优势使得其行业集中度不断提升, 目前信义光能与福莱特的双寡头地位稳固, 市场控制力强, 这也决定了整个行业不会盲目扩产而导致产能过剩, 光伏玻璃价格在未来两三年内都将保持坚挺。此外光伏玻璃属于资本密集型行业, 与光伏产业链其他环节相比技术迭代较慢, 产品生命周期较长, 企业一旦确立优势后将形成持续竞争力, 不会轻易被替代。

**募投项目保障扩产, 巩固行业地位。**据公司公告, 公司正在为预计 21 年投放的安徽凤阳 2400t/d 产能申请公开发行可转债募集资金, 待该项目顺利投产后, 公司总产能将会在 2021 年达到 9690t/d。我国光伏现已经进入平价时代, 同时海外光伏传统市场和新兴市场齐发力, 光伏装机需求旺盛。在市场高需求刺激下, 目前公司实际生产已达满负荷状态, 产能扩张势不可挡。

**量利齐升, 盈利大概率超预期。**公司采取多种措施降低生产成本, 最大程度的发挥规模效应带来的优势, 我们预测 2019-2021 年光伏玻璃单位成本分别为 15.54、15.13 和 15.02 元, 此外考虑公司未来三年大规模产能投放 (2020 年达 7290t/d, 2121 年达 9690t/d), 以及光伏玻璃价格坚挺, 大幅回落可能性很小, 公司将迎来量利齐升, 持续盈利能力不断加强。

**盈利预测:** 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 8.30、11.85、13.75 亿元、EPS 分别为 0.43 元、0.61 元和 0.71 元, 对应 PE 为 21.92、15.35 和 13.23 倍。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 光伏装机需求不及预期; 公司产能释放不及预期; 公司成本下降不及预期。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,991.50	3,063.80	4725.00	6225.66	7473.28
增长率 (%)	0.81%	2.42%	54.22%	31.76%	20.04%
归母净利润 (百万元)	426.53	407.31	829.83	1185.26	1375.36
增长率 (%)	-29.30%	-4.50%	103.73%	42.83%	16.04%
基本每股收益 (元)	0.24	0.23	0.43	0.61	0.71
PE	38.88	40.48	21.92	15.35	13.23
PB	1.29	1.14	3.12	2.68	2.30

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

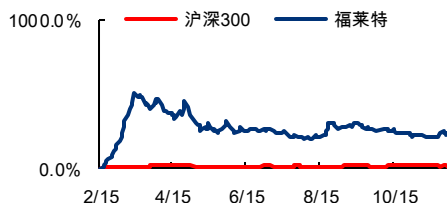
福莱特玻璃集团是目前国内光伏玻璃制造双寡头之一, 除光伏玻璃外, 公司主营产品还包括浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃以及太阳能光伏电站的建设和石英岩矿开采, 形成了比较完整的产业链。公司的光伏玻璃产品是国内第一家、全球第四家通过瑞士 SPF 认证的企业, 在业内具有良好的品牌效应与行业地位, 同时也是国内仅有的两家拥有 1000 吨/日产线的公司中的其中一家, 实力雄厚。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	9.75-2.88
总市值 (亿元)	190.13
流通市值 (亿元)	14.63
总股本/流通 A 股 (万股)	195000/15000
流通 B 股/H 股 (万股)	/45000
52 周日均换手率	13.94

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

## 分析师: 李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519040001

## 研究助理: 张阳

010-66554016

zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

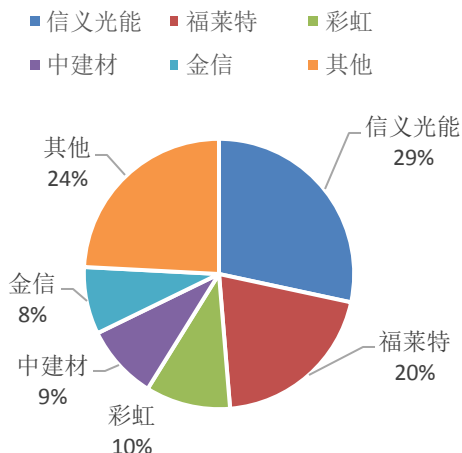
## 1. 行业马太效应及技术路线, 塑造优质赛道

### 1.1 光伏玻璃拥有强势价格话语权

光伏玻璃行业因产品技术难度大、客户认证黏性高、产线建设周期长、规模效应突出等属性而具有较高的行业壁垒, 企业先发优势突出, 马太效应显著, 经过十余年的发展国内已形成以信义光能和福莱特为主导的双寡头格局, 两家公司到 19 年年底将占据行业接近 50% 的产能, 未来行业集中度还会进一步提升。

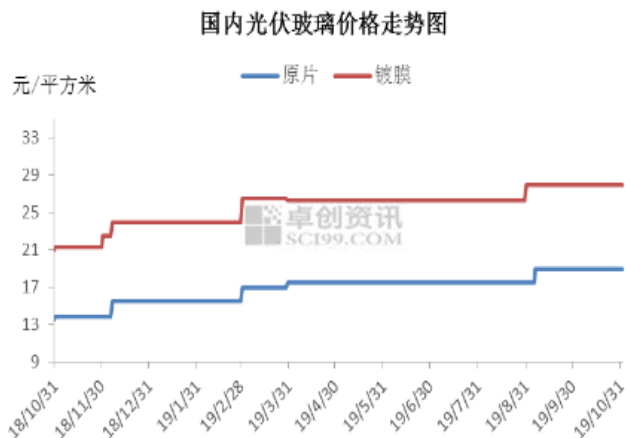
据光伏玻璃行业属性来看, 这种双寡头格局难以被撼动将会稳固地持续下去, 且相对于竞争激烈的完全竞争市场具有更强的价格话语权与市场控制力。因此信义光能与福莱特对行业总体产能有着很好地控制性, 基本不会出现盲目扩产而导致产能过剩的情况, 未来伴随光伏装机需求旺盛, 光伏玻璃价格仍将处于强势地位。

图 1: 光伏玻璃行业集中度 (产能)



资料来源: 索比光伏网, 东兴证券研究所

图 2: 国内光伏玻璃价格走势



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

### 1.2 产品成熟期长, 将提供长期利润

光伏玻璃与光伏产业链其他环节相比, 对资本投入要求更高, 技术路线稳定更新迭代慢, 产品生命周期较长, 可长时间保持在成熟期, 在成熟期内产品保持稳定、投入产出比也就是利润达到最大。这种产品特性也使得企业可持续保持高盈利状态, 一旦确立先发优势后企业将形成持续竞争力, 不会轻易被新兴技术及新进入的企业替代。

## 2. 扩产降本齐发力, 持续盈利能力强

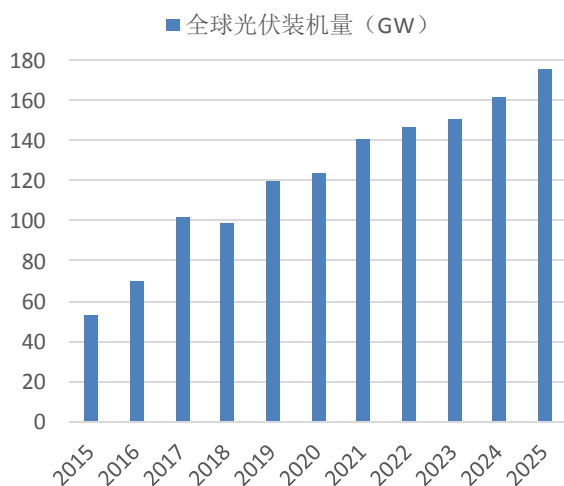
### 2.1 光伏市场火热, 募投项目保障产能扩张

此轮光伏玻璃价格上涨也显示了光伏下游装机需求的整体复苏, 国内市场的悲观预期或将缓解。海外市场则始终保持亮眼成绩, 传统光伏市场美国、日本、德国等国家稳定新增装机量稳定提升, 长期利

好, 新兴市越南、印度、澳大利亚等也在近几年发展迅速, 全球装机需求火热。

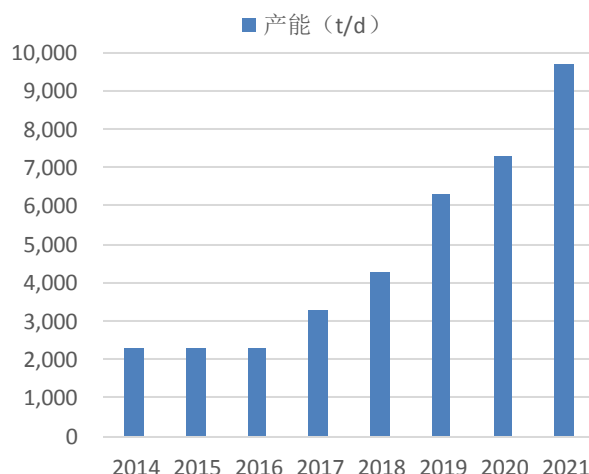
在市场高需求及未来仍将存在的大量供给缺口的刺激下, 自 2017 年起公司产能的扩张步伐开始加大, 根据目前的生产情况来看, 所有产线均已达满负荷状态, 急需进一步扩大产能。随着公司 IPO 募投项目 (1000t/d\*3) 的点火投产, 公司 2019 年上半年光伏玻璃的市场 1 占有率有所增长, 达到 18.37%, 但较信义光能的 31.91% 仍存在一定差距, 因此此次可转债募投项目 (1200t/d\*2) 的实施, 将进一步提高企业产能, 有助于公司紧跟行业龙头的规模扩张趋势, 缩小之间的差距, 巩固在光伏玻璃行业的市场地位。

图 3: 2015-2025 年全球光伏装机量及未来预测



资料来源: PVInfoLinl, 东兴证券研究所

图 4: 公司产能扩张进程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 致力成本下降, 盈利大概率超预期

随着公司产能的不断扩张, 新投放产能成本优势明显, 尤其是本次可转债募投项目将产线等级从 1000t/d 提升至 1200t/d, 大规模的窑炉能进一步降低综合能耗, 降低产品成本。此外为最大程度的发挥规模效应带来的优势, 公司还采取了多种措施来进一步降低生产成本, 例如在越南建厂以更充分的利用境外相对价格较低的纯碱、石英砂等直接原材料和人工成本, 采用天然气等有效替代能源缓解油价波动带来的成本压力, 降低燃料成本。根据公司公告所公布的产品成本结构拆分, 我们预测未来三年公司光伏玻璃单位成本仍有一定下降空间, 具体拆分如表 1 所示。

表 1: 光伏玻璃单位成本预测

光伏玻璃	2019 年	2020 年	2021 年
直接材料—纯碱 (元/平方米)	3.09	2.92	2.90
直接材料--石英砂 (元/平方米)	1.53	1.59	1.65
直接材料--其他 (元/平方米)	1.58	1.58	1.58
燃料动力--石油 (元/平方米)	2.89	2.54	2.42
燃料动力--天然气 (元/平方米)	1.79	2.03	2.11
燃料动力--电力 (元/平方米)	1.95	1.87	1.81
制造费用 (元/平方米)	2.19	2.10	2.03
直接人工 (元/平方米)	0.52	0.50	0.52

单位成本 (元/平方米)	15.54	15.13	15.02
--------------	-------	-------	-------

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所测算

光伏行业的快速发展和公司未来产能的顺利投放, 将使得公司销量逐年上升; 多种措施促进成本降低叠加市场上光伏玻璃价格坚挺大幅回落可能性很小, 也将使得公司毛利水平有所改进。因此公司光伏玻璃业务将发力提速, 迎来量利齐升机遇期, 持续盈利能力也将不断加强。

表 2: 光伏玻璃销量及毛利预测

光伏玻璃	2019 年	2020 年	2021 年
销量 (万平方米)	15,936	22,293	27,981
价格 (不含税) (元/平方米)	23.41	23.14	22.76
单位成本(元/平方米)	15.54	15.13	15.02
毛利率	33.60%	34.60%	34.02%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所测算

### 3. 盈利预测

预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 8.30、11.85、13.75 亿元、EPS 分别为 0.43 元、0.61 元和 0.71 元, 对应 PE 为 21.92、15.35 和 13.23 倍。维持“强烈推荐”评级。

### 4. 风险提示

光伏装机需求不及预期; 公司产能释放不及预期; 公司成本下降不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合</b>	2941	3047	5800	8203	10821	<b>营业收入</b>	2991	3064	4725	6226	7473
货币资金	1085	683	2341	3747	5528	<b>营业成本</b>	2128	2233	3203	4148	5006
应收账款	507	821	1266	1669	2003	营业税金及附	35	29	44	58	70
其他应收款	1	1	2	3	3	营业费用	138	128	217	286	344
预付款项	72	65	56	45	31	管理费用	103	118	180	237	284
存货	268	377	541	701	845	财务费用	28	2	100	126	177
其他流动资	76	182	182	182	182	资产减值损失	-8.96	2.59	21.05	4.90	9.51
<b>非流动资产</b>	3014	3906	3927	3680	3438	公允价值变动	-7.07	13.26	0.00	0.00	0.00
长期股权投	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.31	-16.19	-16.19	-16.19	-16.19
固定资产	1469.22	2166.28	3080.10	2871.84	2663.57	<b>营业利润</b>	492	459	944	1350	1568
无形资产	535	537	606	569	535	营业外收入	4.78	7.76	6.27	7.01	6.64
其他非流动	249	196	196	196	196	营业外支出	0.56	0.13	0.34	0.24	0.29
<b>资产总计</b>	5956	6954	9727	11884	14259	<b>利润总额</b>	496	466	950	1356	1574
<b>流动负债合</b>	1969	2250	2389	2978	3508	所得税	69	59	120	171	199
短期借款	380	450	0	0	0	<b>净利润</b>	427	407	830	1185	1375
应付账款	1048	1217	1721	2229	2690	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	6	0	-9	-21	-36	归属母公司净	427	407	830	1185	1375
一年内到期	19	202	202	202	202	EBITDA	1261	1214	1306	1745	2009
<b>非流动负债</b>	737	1035	1500	2114	2851	<b>EPS (元)</b>	0.24	0.23	0.43	0.61	0.71
长期借款	688	989	1455	2069	2805	<b>主要财务比率</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	2705	3285	3889	5092	6359	<b>成长能力</b>					
少数股东权	0	0	0	0	0	营业收入增长	0.81%	2.42%	54.22%	31.76%	20.04%
实收资本(或	450	450	1950	1950	1950	营业利润增长	-28.76%	-6.74%	105.83%	43.01%	16.15%
资本公积	622	622	622	622	622	归属于母公司	103.73%	42.83%	103.73%	42.83%	16.04%
未分配利润	2043	2424	2749	3215	3755	<b>获利能力</b>					
归属母公司	3250	3669	5832	6787	7895	毛利率(%)	28.87%	27.12%	32.22%	33.38%	33.02%
<b>负债和所有</b>	5956	6954	9727	11884	14259	净利率(%)	14.26%	13.29%	17.56%	19.04%	18.40%
<b>现金流量</b>	单位: 百万元					总资产净利润	7.16%	5.86%	8.53%	9.97%	9.65%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.12%	11.10%	14.23%	17.46%	17.42%
<b>经营活动现</b>	309	431	726	1193	1537	<b>偿债能力</b>					
净利润	427	407	830	1185	1375	资产负债率(%)	45%	47%	40%	43%	45%
折旧摊销	740.44	754.13	208.26	208.26	208.26	流动比率	1.49	1.35	2.43	2.76	3.08
财务费用	28	2	100	126	177	速动比率	1.36	1.19	2.20	2.52	2.84
应付帐款的	0	0	-445	-402	-334	<b>营运能力</b>					
预收帐款的	0	0	-9	-12	-15	总资产周转率	0.57	0.47	0.57	0.58	0.57
<b>投资活动现</b>	-529	-1303	-320	-44	-49	应收账款周转	5	5	5	4	4
公允价值变	-7	13	0	0	0	应付账款周转	3.52	2.71	3.22	3.15	3.04
长期股权投	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	-16	-16	-16	-16	每股收益(最新	0.24	0.23	0.43	0.61	0.71
<b>筹资活动现</b>	479	437	1252	257	292	每股净现金流	0.58	-0.97	0.85	0.72	0.91
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	7.22	8.15	2.99	3.48	4.05
长期借款增	0	0	466	614	736	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	1500	0	0	P/E	38.88	40.57	21.92	15.35	13.23
资本公积增	0	0	0	0	0	P/B	1.29	1.14	3.12	2.68	2.30
<b>现金净增加</b>	259	-435	1658	1406	1781	EV/EBITDA	3.33	4.25	10.19	9.58	7.80

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA (金融方向), 2019 年 5 月加入东兴证券研究所, 任电力设备与新能源行业首席分析师, 此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜, 如: 金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师 (电气设备行业) 评选, 今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师 (电气设备行业) 评选, 《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师 (电气设备行业) 评选, 第一财经 2016 最佳卖方分析师 (电气设备行业) 评选, 以及中国证券业 2013 年金牛分析师 (高端装备行业) 评选。曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版; 受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

### 分析师：李远山

西安交通大学学士, 清华大学核能科学与工程硕士, 曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作, 2016 年加入新时代证券研究所, 2019 年加入东兴证券研究所, 负责电力设备新能源行业研究。

## 研究助理简介

### 张阳

中国人民大学经济学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事电力设备新能源行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。