

福莱特 (601865)

光伏主链降价带动辅材需求放量, 光伏玻璃龙头扩产+并购上游巩固优势

◆ 核心逻辑: 主链降价带动辅材放量; 原材料价格低位修复盈利; 向上布局石英矿稳定供应链运行

◆ 光伏行业全面“以价换量”, 装机&双玻比例共振向上

2023年以来, 我国光伏装机持续加速。根据国家能源局, 截至6月底我国光伏装机累计规模达4.7亿千瓦, 占总装机规模的17.3%, 正式超越水电成为我国第二大电源。上半年我国光伏新增装机78.42GW, 同比+154%, 大超年初行业预期, 占新增装机比例高达55.6%。据CPIA预测, 2023年全球/中国光伏装机上限分别上调至350GW/140GW, 同比+52.2%/+60.2%, 光伏玻璃出货量有望维持上行。另据CPIA数据, 2022年双玻组件占比接近40%, 至2025年比例有望上升至50%以上, 光伏玻璃需求增长有望进一步提升。

◆ 政策收紧叠加盈利底部延缓产能投放节奏, 供需敞口有望收窄

光伏玻璃产能投产节奏有望延缓。近期工信部和发改委联合发布《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的通知》, 具不完全统计, 安徽/浙江/湖北/甘肃/重庆等省共计9.7万吨/天产能面临产能置换或风险预警影响。据CPIA统计, 2022年中国光伏玻璃已投产产能为8.4万吨/天, 同比+72.0%。故供给端或将面临较大波动。同时, 根据福莱特数据, 其2022年光伏玻璃毛利已降至6.3元/平, 接近2015年以来最低值, 厂商推进扩产动力不足。综合分析, 随着需求端保持高增预期, 供给端受政策及盈利压制, 部分已新增产能预计得到消化, 产能过剩现状有望缓解。

◆ 多重因素打造降本趋势, 光伏玻璃龙头盈利能力有望向上修复

受主产业链价格上涨和天然气/纯碱等重要燃料和原材料价格高位运行绕道, 2022年公司光伏玻璃板块盈利承压。2022年公司光伏玻璃出货5.1亿平, 同比+92.6%, 毛利率23.3%, 同比-12.4pcts, 单位净利降至3.6元/平, 同比-41.3%。盈利已见底。2023年以来, 公司盈利能力边际迎来改善, 主要表现为: 1) 纯碱/天然气均大幅下降, 两者上半年分别为-22.4%/-41.7%; 2) 公司于2022年收购三力矿业及大华矿业100%股权, 向上布局高品质石英砂矿, 平滑石英砂供应量波动; 3) 公司窑炉单体规模增大, 安徽/南通等基地新投产产能日熔量均为1200吨, 大窑炉可从生产效率、能耗/成品率/规模效应几个维度进行降本; 4) 主产业链价格下降刺激装机增长, 公司有望实现销量与盈利能力双双高增长。

◆ 产能投放稳健, 在手订单饱满托底业绩增长

公司作为全球光伏龙头, 2022年产能市占率达到23.0%, 行业CR2接近50%, 与信义光能一起已形成行业双寡头格局。公司凭借在规模及资源方面的优势, 持续实现对二三线企业的优势, 有望保持行业龙头地位。

截至2022年底, 公司产能为1.94万吨/天。据公司公告, 2023年安徽四期4*1200吨产能有望陆续投产; 南通4*1200吨产能已经通过证监会审批, 拟投产产能合计达到0.96万吨/天, 有利于公司把握行业增长机遇, 持续巩固规模优势。

公司持续拓展客户资源, 绑定优质客户。公司已分别与晶科能源/东方日升/隆基绿能/晶澳科技签订合作协议, 合同总金额约437亿元(按公告时市价累加)。公司产品品质持续获得认可, 于今年分别与晶科能源和正泰新能签订框架协议, 未来向两者最高分别供货48950万平方米/37800万平方米, 涉及金额预估分别为105.24亿/80.51亿(按公告时市价)。公司客户结构多元化发力, 在手订单饱满, 有利于公司保持行业市占率的同时, 消化新增产能, 保障业绩增长。

公司营收保持增长, 盈利暂时承压。2022年公司实现营收154.61亿, 同比+77.4%, 归母净利润21.23亿, 同比+0.1%, 毛利率22.1%, 同比-13.42pcts, 净利率13.7%, 同比-10.60pcts。2023Q1以来, 光伏主产业链价格反弹叠加天然气、纯碱等原材料高位运行, 公司盈利空间进一步压缩, 2023Q1公司单季度营收53.65亿, 同/环比+52.9%/+26.3%, 归母净利润5.11亿, 同/环比+17.1%/+17.3%, 毛利率18.5%, 同比-3.0pcts, 净利率9.5%, 同比-2.9pcts。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏装机持续高增, 行业高景气无虞。行业产能过剩风险有望缓解, 同时重要原材料及燃料价格下行, 光伏玻璃盈利能力边际向好。公司为行业龙头, 积极向上布局原材料对冲成本风险, 主业产能稳步释放, 深度绑定下游头部企业, 消化新增产能。综上, 我们认为公司有望迎来量增利稳 or 量增利弱修复格局, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 预测公司2023~2025年归母净利润分别30.1、40.4和51.6亿元, 对应PE值分别为25、18和14倍。

◆ 风险提示

宏观经济不景气, 下游需求不及预期, 原材料价格大幅波动; 国内政策变化; 公司产能投放不及预期; 欧美贸易壁垒。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8713.23	15460.84	21236.03	26402.90	32101.44
增长率(%)	39.18	77.44	37.35	24.33	21.58
归母净利润(百万元)	2119.92	2122.78	3007.97	4044.79	5155.63
增长率(%)	30.15	0.13	41.70	34.47	27.46
毛利率(%)	35.50	22.07	23.67	24.75	25.37
每股收益(元)	0.99	0.99	1.40	1.88	2.40
市盈率PE	34.95	34.90	24.63	18.32	14.37
市净率PB	6.27	5.47	4.62	3.83	3.14
净资产收益率ROE(%)	22.51	17.95	15.13	18.22	20.38

资料来源: iFind, 中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2023年07月28日

收盘价(元): 34.51

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股) 2,146.89

总市值(百万) 74,089.33

流通股本(百万股) 1,693.71

流通市值(百万) 58,450.09

12月最高/最低价(元) 44.21/29.42

资产负债率(%) 57.26

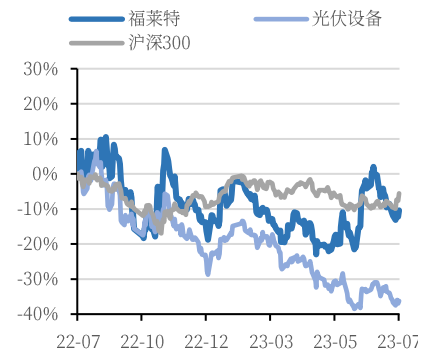
每股净资产(元) 6.54

市盈率(TTM) 33.71

市净率(PB) 5.28

净资产收益率(%) 3.52

股价走势图



作者

曾帅 分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

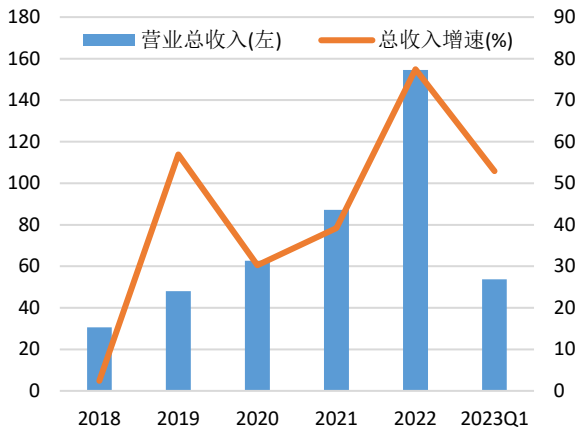
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

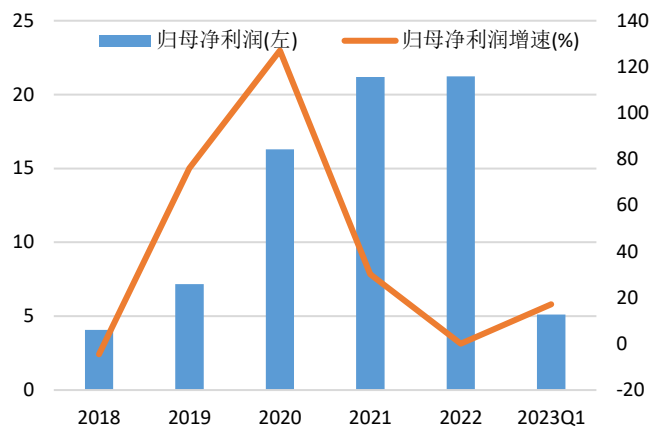
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

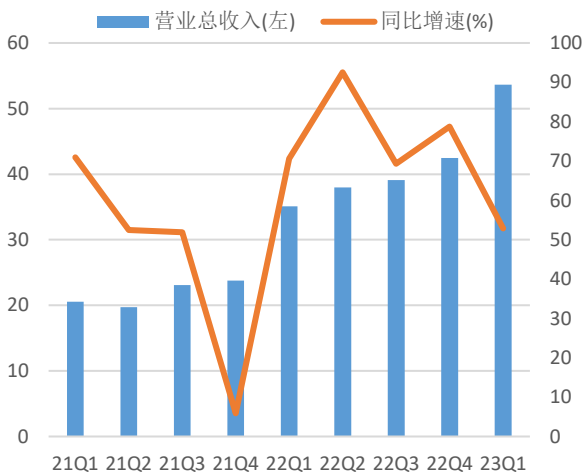
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 公司营收增长趋势明显 (亿元)


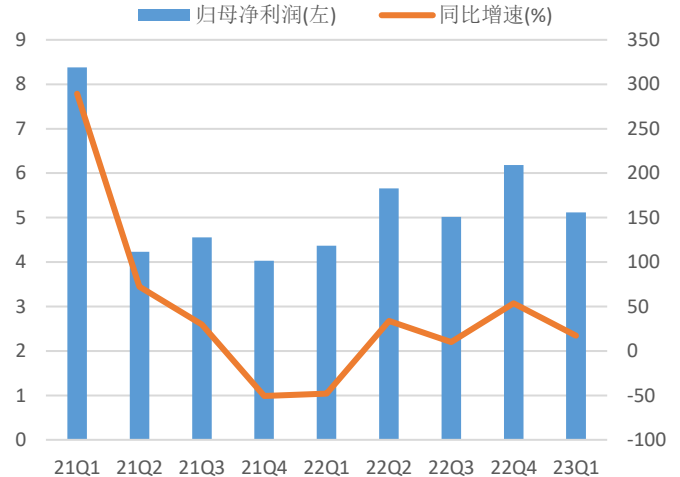
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 2022年公司归母净利润维持高位 (亿元)


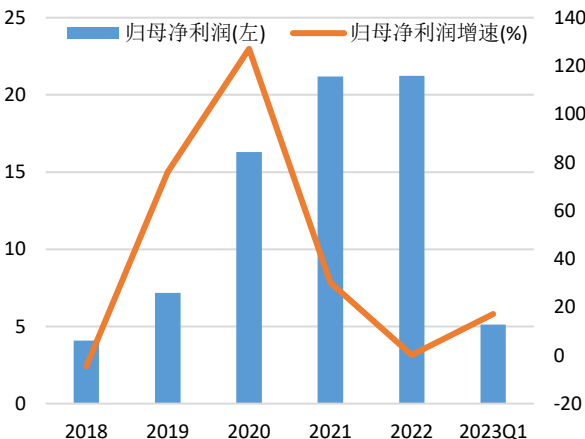
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 公司单季营收持续增长 (亿元)


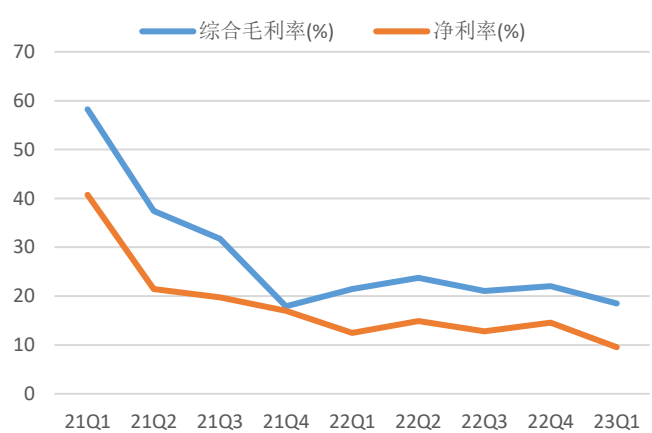
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 公司单季归母净利润保持稳定 (亿元)


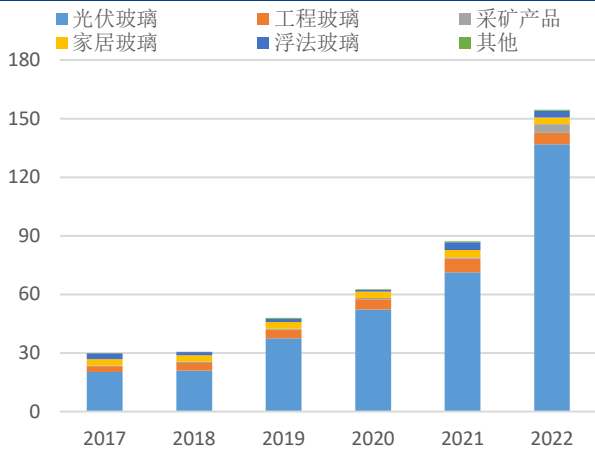
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图5 公司毛利率、净利率情况 (%)


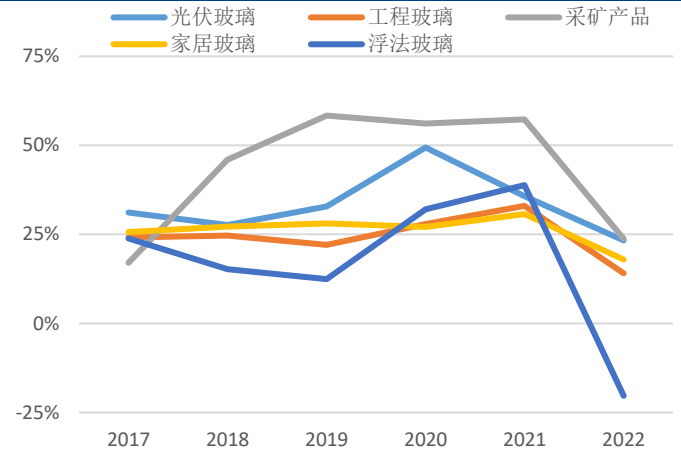
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司单季度毛利率、净利率情况 (%)


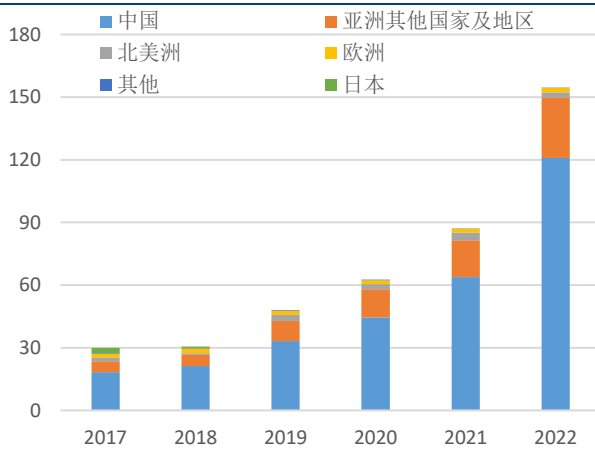
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 光伏玻璃为公司收入主要来源（亿元）


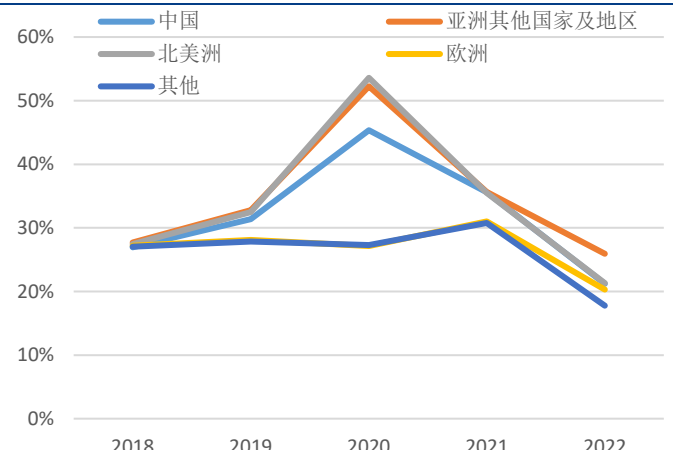
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 2022年公司产品盈利能力短期承压


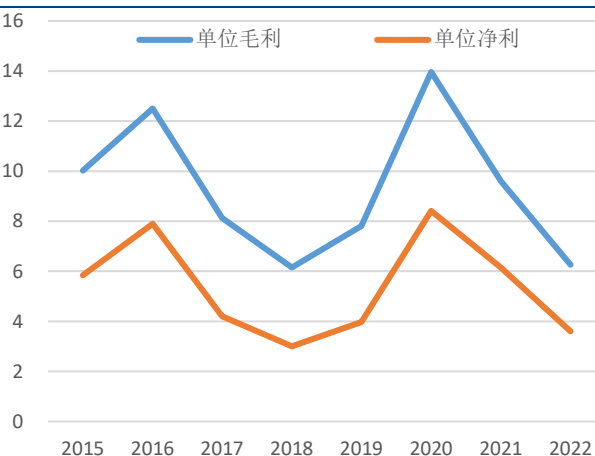
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 公司销售主要布局在中国及其他亚洲国家（亿元）


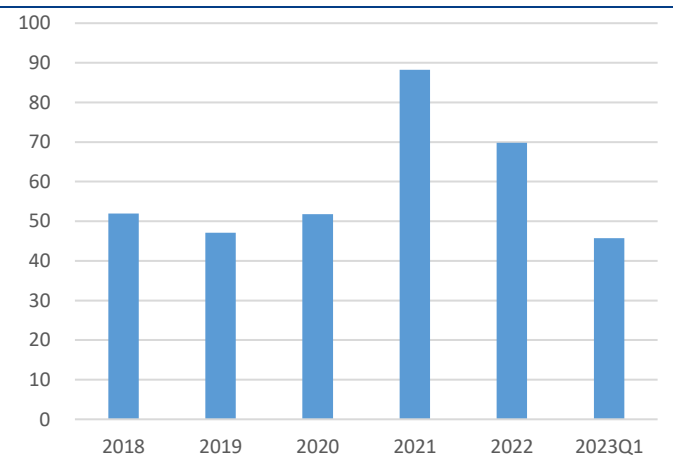
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图10 公司分地区毛利率情况


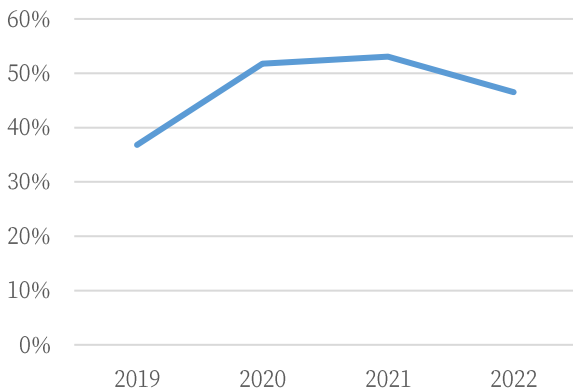
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图11 公司单位毛利、单位净利情况（元/平米）


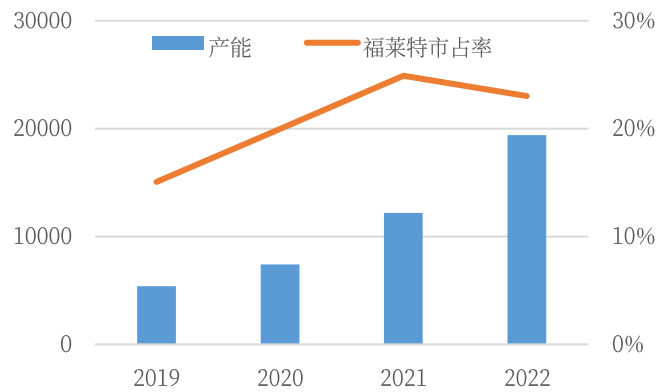
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图12 公司存货周转天数持续降低（天）


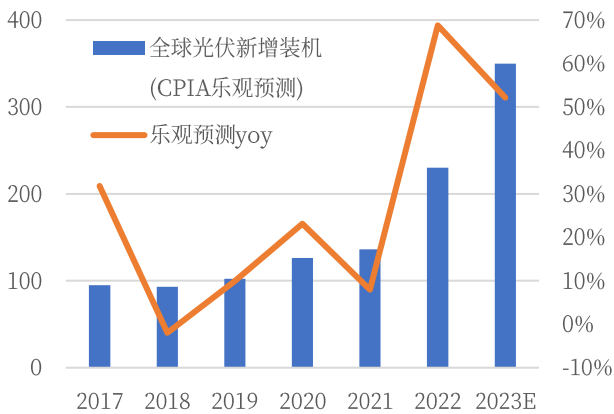
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图13 光伏玻璃产能 CR2 保持在 50%左右


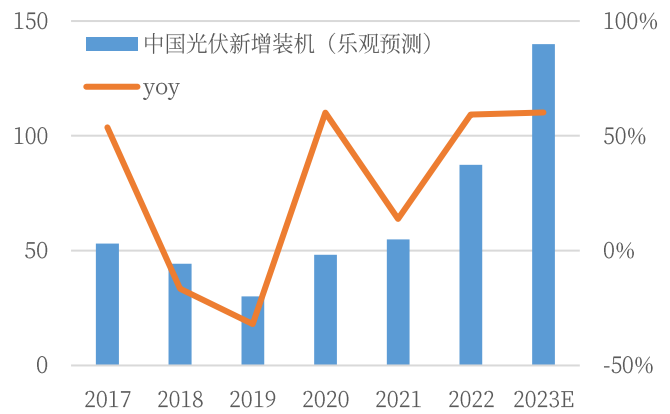
资料来源：CPIA，公司年报，中航证券研究所

图14 福莱特产能市占率接近 25%(吨/天)


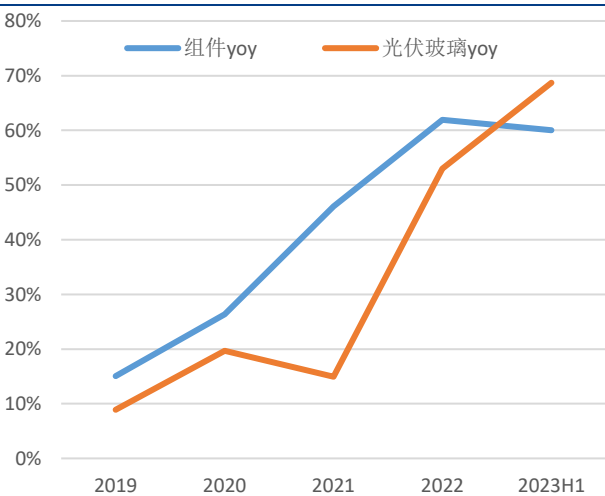
资料来源：CPIA，公司年报，中航证券研究所

图15 2023 全球光伏装机上调至 350GW (GW)


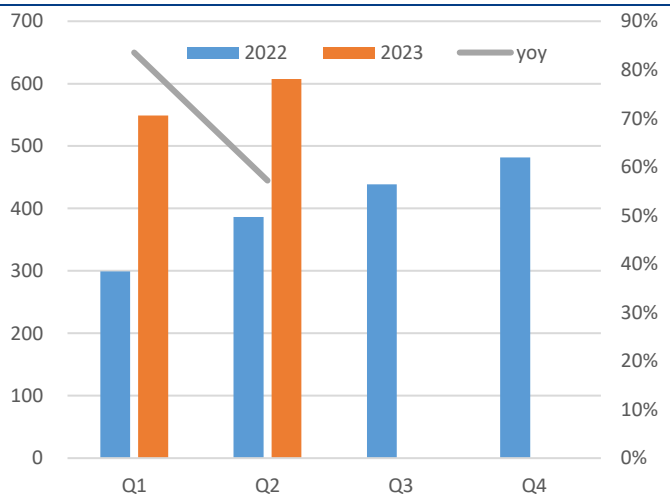
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图16 2023 中国光伏装机上调至 140GW (GW)


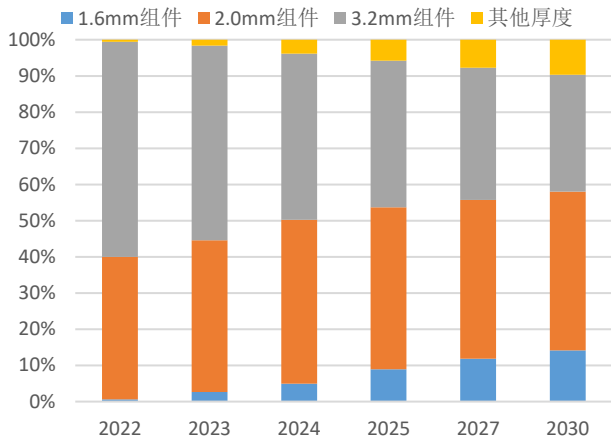
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图17 2023H1 光伏玻璃产量增速高于组件产量增速


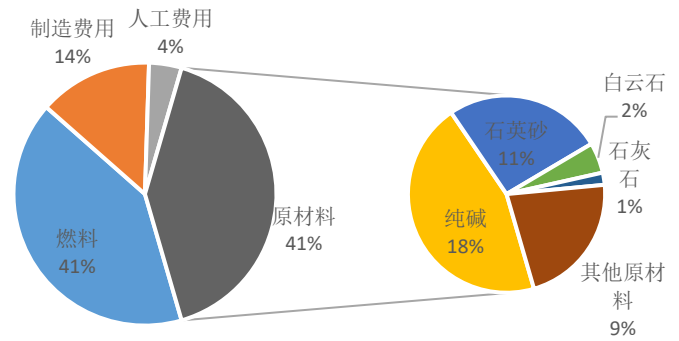
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图18 中国光伏玻璃季度产量增长节奏放缓 (万吨)


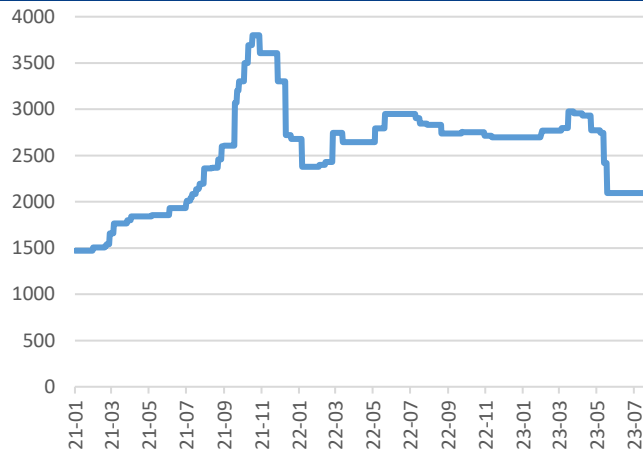
资料来源：公司公告，CPIA，中航证券研究所

图19 应用于双玻组件的玻璃（2/1.6mm）占比提升


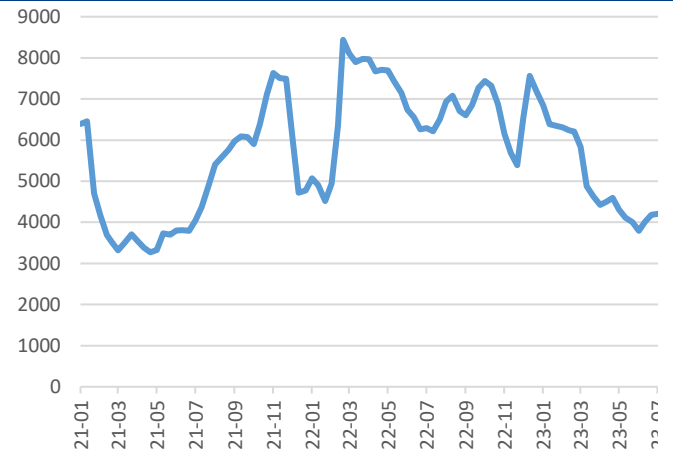
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图20 燃料及纯碱、石英砂等原材料成本占比合计超 80%


资料来源：中商产业研究院，中航证券研究所

图21 原材料重要组成部分，纯碱价格降低（元/吨）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图22 燃料重要组成部分，天然气价格降低（元/吨）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分 (亿元)

		2022	2023E	2024E	2025E
光伏玻璃	营收	136.82	194.86	245.68	301.81
	增速	92.1%	42.4%	26.1%	22.8%
	毛利率	23.3%	24.0%	25.0%	25.5%
	毛利润	31.90	46.77	61.42	76.96
工程玻璃	营收	5.96	6.00	6.00	6.00
	增速	-16.3%	0.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	14.1%	20.0%	20.5%	21.0%
	毛利润	0.84	1.20	1.23	1.26
家居玻璃	营收	3.50	3.30	3.34	3.38
	增速	-8.1%	-5.7%	1.1%	1.1%
	毛利率	18.0%	20.0%	21.0%	22.0%
	毛利润	0.63	0.66	0.70	0.74
浮法玻璃	营收	3.35	2.70	2.96	3.23
	增速	-14.9%	-19.4%	9.6%	9.1%
	毛利率	-20.3%	5.0%	7.0%	10.0%
	毛利润	-0.68	0.14	0.21	0.32
采矿产品	营收	4.39	5.00	5.50	6.00
	增速	562.3%	13.8%	10.0%	9.1%
	毛利率	23.8%	25.0%	27.0%	30.0%
	毛利润	1.05	1.25	1.49	1.80
其他	营收	0.59	0.50	0.55	0.60
	增速	49.5%	-15.5%	10.0%	9.1%
	毛利率	67.0%	50.0%	55.0%	60.0%
	毛利润	0.40	0.25	0.30	0.36
合计	营收	154.61	212.36	264.03	321.01
	增速	77.4%	37.4%	24.3%	21.6%
	毛利率	22.1%	23.7%	24.7%	25.4%
	毛利润	34.13	50.26	65.35	81.45

资料来源: iFind, 中航证券研究所

表2 可比公司估值

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
金晶科技	7.80	111.44	0.25	0.54	0.77	0.96	31.31	14.51	10.14	8.12
安彩高科	5.31	57.84	0.09	0.20	0.28	0.33	59.13	27.02	19.27	16.20
亚玛顿	27.10	53.95	0.42	0.73	1.10	1.57	64.54	37.08	24.69	17.26
可比公司平均							51.66	26.20	18.04	13.86
福莱特	34.51	740.89	0.99	1.40	1.86	2.28	34.90	24.63	18.57	15.15

资料来源: Wind, 中航证券研究所

注: 采用 7 月 28 日收盘价, 可比公司预测来源为 Wind 一致预测

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637