

福莱特 (601865.SH)、福

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

莱特玻璃 (6865.HK)

Q2 环比改善，海外产能溢价明显

业绩简评

2023年8月28日公司披露半年报，2023年上半年实现营收96.8亿元，同比增长32.5%；实现归母净利润10.85亿元，同比增长8.2%。其中Q2实现归母净利润5.73亿元。

经营分析

Q2 毛利率环比略提升，受益汇兑净利率提升明显。受益于原材料和燃料端价格的适度回落，公司Q2毛利率19.93%，环比提升1.46pct，盈利水平稍有改善。公司大约有20%左右收入来自海外（主要以美元、日元结算），受到美元兑人民币汇率上升的影响，上半年汇兑收益贡献0.75亿元，占收入比重为0.77%。公司Q2净利率13.31%，环比提升3.78pct，主要是汇兑收益致财务费用率降低至0.69%。

海外稀缺产能享溢价，盈利能力显著好于国内。上半年福莱特（越南）实现收入10.21亿元，净利润2.36亿元，净利率23.2%；安徽福莱特实现收入53.77亿元，净利润6.62亿元，净利率12.3%。根据我们测算，即使剔除汇兑收益对净利润的影响，越南产能净利率也比国内高大约3-4pct，我们判断这主要得益于海外产能的稀缺性，在光伏玻璃价格持续低位的当下，海外光伏玻璃售价相对国内有明显溢价，假设海外生产成本与国内持平，则销售端溢价可达1.5元/平，具有海外产能布局的头部公司优势进一步扩大。

盈利预测、估值与评级

微调公司2023-2025E净利润分别为30.44、41.76、50.43亿元，对应EPS分别为1.29、1.78、2.14元，公司当前A/H股价分别对应2023年24/14倍PE，维持A/H股“买入”评级。

风险提示

光伏玻璃需求增长不及预期；公司产能建设进度不及预期；汇率大幅波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

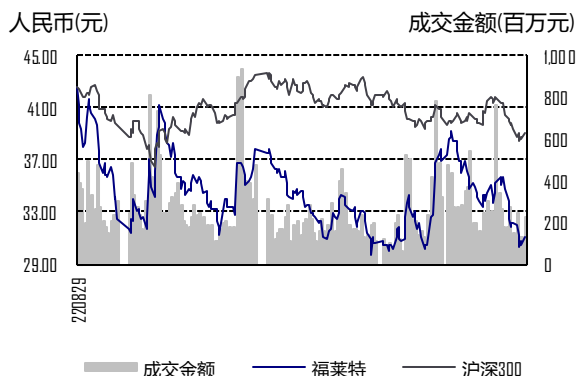
分析师：宇文甸（执业S1130522010005）

yuwendian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：31.09元

相关报告：

- 《福莱特公司点评：Q4盈利能力环比改善·23年出货量维持高增长》·2023.3.28
- 《Q3盈利低点已过·Q4进入量利齐升阶段-福莱特2022年三季...》, 2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,713	15,461	23,596	30,167	35,362
营业收入增长率	39.18%	77.44%	52.62%	27.85%	17.22%
归母净利润(百万元)	2,120	2,123	3,044	4,176	5,043
归母净利润增长率	30.15%	0.13%	43.37%	37.21%	20.76%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.99	1.29	1.78	2.14
每股经营性现金流净额	0.27	0.07	7.44	9.45	12.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.95%	15.13%	18.36%	20.12%	19.55%
P/E	58.68	33.69	24.02	17.51	14.50
P/B	10.53	5.10	4.41	3.52	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,260	8,713	15,461	23,596	30,167	35,362
增长率		39.2%	77.4%	52.6%	27.8%	17.2%
主营业务成本	-3,347	-5,620	-12,048	-18,212	-23,188	-27,176
%销售收入	53.5%	64.5%	77.9%	77.2%	76.9%	76.8%
毛利	2,914	3,093	3,413	5,384	6,979	8,186
%销售收入	46.5%	35.5%	22.1%	22.8%	23.1%	23.2%
营业税金及附加	-61	-48	-135	-118	-151	-177
%销售收入	1.0%	0.6%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-302	-86	-119	-189	-241	-283
%销售收入	4.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-172	-222	-278	-354	-452	-530
%销售收入	2.8%	2.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-285	-408	-523	-708	-905	-1,061
%销售收入	4.5%	4.7%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,094	2,328	2,358	4,015	5,229	6,135
%销售收入	33.4%	26.7%	15.3%	17.0%	17.3%	17.4%
财务费用	-142	-53	-240	-572	-563	-498
%销售收入	2.3%	0.6%	1.6%	2.4%	1.9%	1.4%
资产减值损失	-102	13	-42	-75	-20	-16
公允价值变动收益	1	-1	-2	0	0	0
投资收益	6	32	13	0	0	0
%税前利润	0.3%	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,865	2,382	2,155	3,459	4,745	5,731
营业利润率	29.8%	27.3%	13.9%	14.7%	15.7%	16.2%
营业外收支	9	-2	-2	0	0	0
税前利润	1,874	2,380	2,153	3,459	4,745	5,731
利润率	29.9%	27.3%	13.9%	14.7%	15.7%	16.2%
所得税	-245	-260	-30	-415	-569	-688
所得税率	13.1%	10.9%	1.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	4,176	5,043
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	4,176	5,043
净利率	26.0%	24.3%	13.7%	12.9%	13.8%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,629	2,120	2,123	3,044	4,176	5,043
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	507	531	1,355	1,456	1,686	1,968
非经营收益	42	129	322	604	638	589
营运资金变动	-477	-2,201	-3,655	-1,111	-1,425	-988
经营活动现金净流	1,701	580	144	3,992	5,075	6,613
资本开支	-1,939	-3,760	-8,061	-916	-3,660	-3,730
投资	-468	126	194	-200	0	0
其他	33	72	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-2,374	-3,563	-7,869	-1,116	-3,660	-3,730
股权募资	29	2,510	0	-468	0	0
债权募资	1,887	2,167	8,476	-1,507	114	-1,591
其他	-546	-722	-622	-663	-638	-589
筹资活动现金净流	1,369	3,954	7,854	-2,638	-524	-2,181
现金净流量	667	956	185	237	891	702

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,590	2,843	2,932	3,166	4,055	4,755
应收款项	2,644	2,632	6,203	7,137	9,124	10,696
存货	479	2,276	2,396	3,667	4,669	5,472
其他流动资产	856	1,147	850	1,313	1,561	1,761
流动资产	5,569	8,898	12,381	15,283	19,410	22,684
%总资产	45.4%	44.3%	38.2%	44.0%	47.5%	49.4%
长期投资	88	90	100	100	100	100
固定资产	5,271	9,383	13,100	15,330	17,283	18,960
%总资产	43.0%	46.7%	40.5%	44.1%	42.3%	41.3%
无形资产	535	670	3,799	3,829	3,879	3,989
非流动资产	6,697	11,185	20,000	19,443	21,437	23,216
%总资产	54.6%	55.7%	61.8%	56.0%	52.5%	50.6%
资产总计	12,266	20,083	32,382	34,726	40,847	45,900
短期借款	778	2,171	4,398	3,087	3,201	1,610
应付款项	2,109	3,481	5,720	6,726	8,316	9,746
其他流动负债	444	513	416	847	1,091	1,263
流动负债	3,331	6,164	10,533	10,660	12,608	12,619
长期贷款	1,375	1,968	3,889	3,889	3,889	3,889
其他长期负债	325	141	3,927	3,597	3,595	3,593
负债	5,031	8,273	18,349	18,147	20,092	20,101
普通股股东权益	7,235	11,810	14,032	16,579	20,755	25,799
其中：股本	510	537	537	537	537	537
未分配利润	4,450	6,195	7,824	10,867	15,043	20,086
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	12,266	20,083	32,382	34,726	40,847	45,900

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.80	0.99	0.99	1.29	1.78	2.14
每股净资产	3.54	5.50	6.54	7.05	8.83	10.97
每股经营现金净流	0.83	0.27	0.07	7.44	9.45	12.32
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	22.51%	17.95%	15.13%	18.36%	20.12%	19.55%
总资产收益率	13.28%	10.56%	6.56%	8.76%	10.22%	10.99%
投入资本收益率	18.82%	12.92%	8.93%	13.02%	14.64%	15.48%
增长率						
主营业务收入增长率	30.24%	39.18%	77.44%	52.62%	27.85%	17.22%
EBIT 增长率	132.31%	11.21%	1.28%	70.26%	30.24%	17.33%
净利润增长率	127.09%	30.15%	0.13%	43.37%	37.21%	20.76%
总资产增长率	30.59%	63.73%	61.24%	7.24%	17.63%	12.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.8	52.2	46.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	52.5	89.5	70.8	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	171.7	116.9	97.0	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	194.4	264.6	265.0	201.9	176.8	164.0
偿债能力						
净负债/股东权益	5.51%	9.28%	63.72%	44.61%	31.91%	16.79%
EBIT 利息保障倍数	14.8	44.3	9.8	7.0	9.3	12.3
资产负债率	41.02%	41.19%	56.67%	52.26%	49.19%	43.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-21	买入	49.90	N/A
2	2022-03-23	买入	46.39	N/A
3	2022-04-28	买入	37.08	N/A
4	2022-08-26	买入	39.56	N/A
5	2022-10-28	买入	37.35	N/A
6	2023-03-28	买入	32.66	N/A

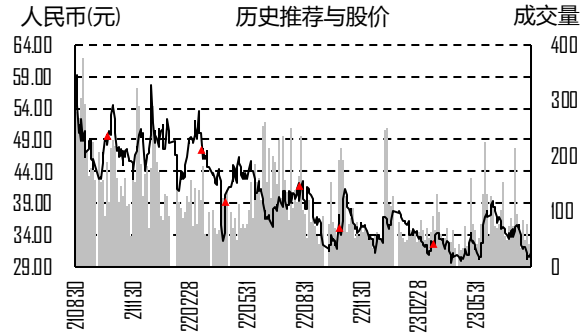
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806