

2020年08月04日

# 福莱特 20H1 光伏玻璃毛利率 40%超预期，产能加码未来可期

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,807	5,431	7,623	9,522
同比 (%)	56.89%	12.98%	40.36%	24.92%
归母净利润 (百万元)	717	1020	1446	1782
同比 (%)	76.09%	42.26%	41.69%	23.26%
每股收益 (元/股)	0.37	0.52	0.74	0.91
P/E (倍)	69.98	49.19	34.72	28.17

## 投资要点

- **事件:** 公司公布 2020 年中报, 上半年实现营收 24.96 亿元, 同比增长 22.65%; 归母净利润 4.61 亿元, 同比增长 76.63%; 其中 Q2 营收 12.93 亿元, 同比增长 17.23%, 环比增长 7.48%; 归母净利润 2.46 亿元, 同增 61.84%, 环增 14.42%。中报业绩贴预告上限。
- **2020H1 量利双增, 业绩略超预期, Q3 值得期待:** 受益于产能扩张和双玻需求增加, 公司光伏玻璃销售量预计同比增长 30%左右 (按平米), 同时销售单价同比略有增长, 公司 2020H1 毛利率同比提升了 11.3 个百分点, 盈利能力大幅提高。二季度在光伏玻璃价格大幅下降的背景下 (3.2 玻璃 Q1 均价为 29 元/平米, Q2 降至 24 元/平米; 2.0 玻璃 Q1 均价 24.5 元/平米, Q2 降至 20~20.5 元/平米), 但公司 Q2 净利润环比仍增长 14.4%, 超出市场预期。7 月份后, 3.2mm 玻璃价格调涨至 26 元/平米, 2.0mm 玻璃价格调涨至 22 元/平米, Q3 毛利率将进一步提升。
- **双玻渗透率提升&原材料价格下降带动公司毛利率超预期至 40%:** 2020H1 公司光伏玻璃毛利率 40.05%, 同增 11.3 个百分点 (信义光能光伏玻璃毛利率 38.9%, 彩虹新能源整体毛利率 18%)。毛利率大幅提升主要是由于: 1) 受益于 2.0 玻璃产业化, 今年双玻渗透率快速提升, 目前公司 2.0 玻璃出货占比约 30%, 较年初提高 15 个百分点, 由于 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大, 目前 2.0 玻璃毛利率高于 3.2 玻璃约 3~4 个百分点; 2) 光伏玻璃成本结构中主要为分为原材料和燃料两大类, 其中原材料的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。今年上半年纯碱价格处于历史地位, 燃料、天然气也处于近两年低位。
- **持续扩产, 强化龙头地位:** 目前公司产能为 5400 吨/日 (3\*1000 吨+4\*600 吨), 其中 600 吨 5 月下旬开始冷修, 需 6-9 个月, 因此自 5 月份至年底实际在产产能为 4800 吨/日。目前在建项目中 1) 越南 2 条 1000 吨窑炉在建, 计划 20Q4 点火; 2) 转债项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年陆续点火; 3) 定增项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一座。目前在产产能中, 公司及信义 CR2 大约为 55%左右, 但新扩产能中公司及信义 CR2 占比大约为 75%, 龙头地位持续强化。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 20-22 年业绩为: 10.20、14.46、17.82 亿元, 同比+42.26%、41.69%、23.26%, 对应 EPS 为 0.52、0.74、0.91 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	25.74
一年最低/最高价	8.50/25.74
市净率(倍)	9.58
流通 A 股市值(百万 元)	8776.83

## 基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	53.20
总股本(百万股)	1950.00
流通 A 股(百万股)	340.98

## 相关研究

- 1、《福莱特 (601865): 半年报业绩同比增长 60%~80%, 产能加码未来可期》2020-07-01
- 2、《福莱特 (601865) 年报点评: Q1 毛利率创新高, 产能加码未来可期》2020-04-22
- 3、《福莱特 (601865): 光伏玻璃量利齐升》2019-10-25

**事件：**公司公布 2020 年中报，上半年实现营收 24.96 亿元，同比增长 22.65%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 76.63%；其中 Q2 营收 12.93 亿元，同比增长 17.23%，环比增长 7.48%；归母净利润 2.46 亿元，同增 61.84%，环增 14.42%。中报业绩贴预告上限。

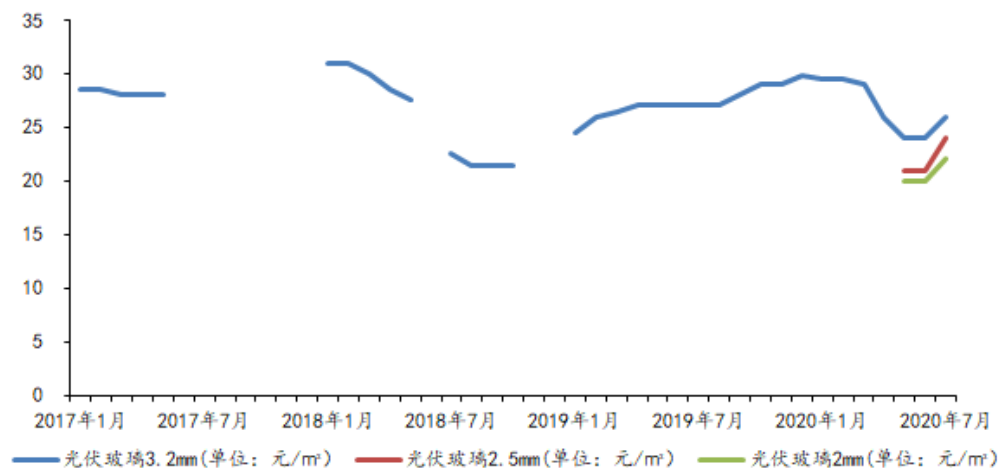
**表 1：2020H 收入 24.96 亿元，同比增长 22.65%；盈利 4.61 亿元，同比增长 76.63%**

福莱特	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	24.96	20.35	22.65%	12.93	11.03	17.23%	12.03	7.48%
毛利率	38.10%	28.20%	35.11%	36.50%	28.10%	29.89%	39.90%	-8.52%
营业利润	5.62	3.02	86.09%	2.95	1.73	70.52%	2.67	10.49%
利润总额	5.65	3.1	82.26%	2.97	1.74	70.69%	2.68	10.82%
归属母公司净利润	4.61	2.61	76.63%	2.46	1.52	61.84%	2.15	14.42%
扣非归母净利润	4.52	2.36	91.53%	2.43	1.39	74.82%	2.09	16.27%
归母净利率	18.00%	13.00%	38.46%	19.00%	13.80%	37.68%	17.90%	6.15%
股本	19.5	19.5	-	4.88	4.88	-	4.88	-
EPS	0.24	0.13	84.62%	0.5	0.31	61.29%	0.44	13.64%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2020H1 量利双增，业绩略超预期，Q3 值得期待：**受益于产能扩张和双玻需求增加，公司光伏玻璃销售量预计同比增长 30%左右（按平米），同时销售单价同比略有增长，公司 2020H1 毛利率同比提升了 11.3 个百分点，盈利能力大幅提高。二季度在光伏玻璃价格大幅下降的背景下（3.2 玻璃 Q1 均价为 29 元/平米，Q2 降至 24 元/平米；2.0 玻璃 Q1 均价 24.5 元/平米，Q2 降至 20~20.5 元/平米），但公司 Q2 净利润环比仍增长 14.4%，超出市场预期。7 月份后，3.2mm 玻璃价格调涨至 26 元/平米，2.0mm 玻璃价格调涨至 22 元/平米，Q3 毛利率将进一步提升。

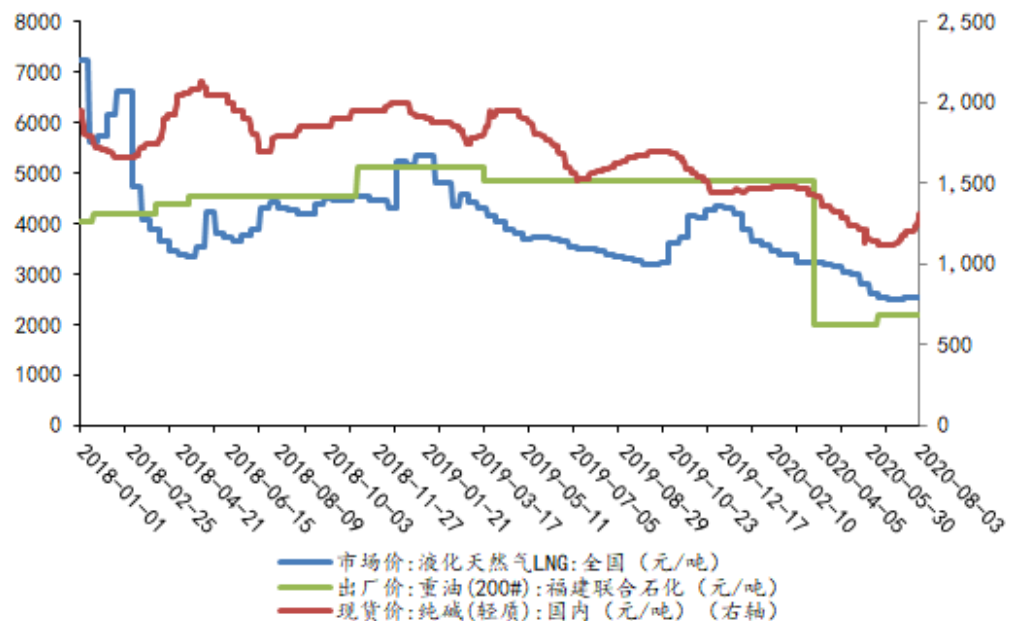
**图 1：光伏玻璃价格**



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

**双玻渗透率提升&原材料价格下降带动公司毛利率超预期至 40%：**2020H1 公司光伏玻璃毛利率 40.05%，同增 11.3 个百分点（信义光能光伏玻璃毛利率 38.9%，彩虹新能源整体毛利率 18%）。毛利率大幅提升主要是由于：1）受益于 2.0 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，目前公司 2.0 玻璃出货占比约 30%，较年初提高 15 个百分点，由于 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，目前 2.0 玻璃毛利率高于 3.2 玻璃约 3~4 个百分点；2）光伏玻璃成本结构中主要为分为原材料和燃料两大类，其中原材料的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。今年上半年纯碱价格处于历史地位，燃料、天然气也处于近两年低位。

图 2：天然气、重油、纯碱价格 20 年大幅下降



数据来源：WIND，东吴证券研究所

**持续扩产，强化龙头地位：**目前公司产能为 5400 吨/日（3\*1000 吨+4\*600 吨），其中 600 吨 5 月下旬开始冷修，需 6-9 个月，因此自 5 月份至年底实际在产产能为 4800 吨/日。目前在建项目中 1）越南 2 条 1000 吨窑炉在建，计划 20Q4 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年陆续点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条 1200 吨窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一座。目前在产产能中，公司及信义 CR2 大约为 55%左右，但新扩产能中公司及信义 CR2 占比大约为 75%，龙头地位持续强化。

图 3: 福莱特扩产计划

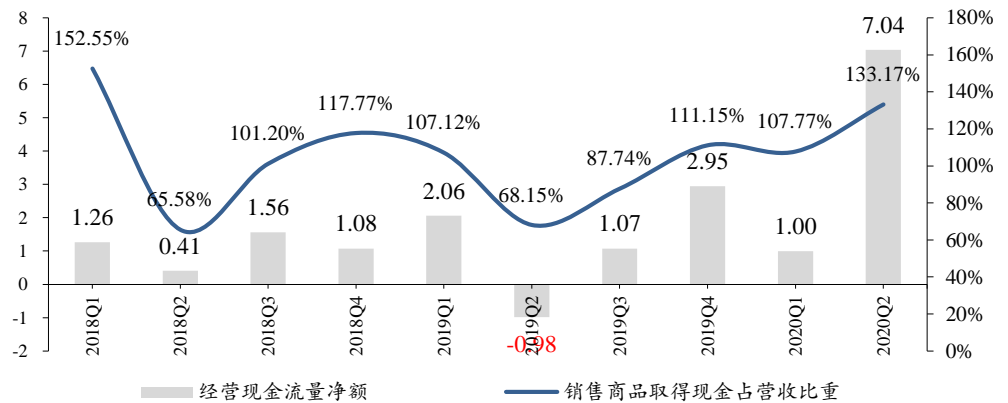
	2017年	2018年	2019年年底	2020年年底	2021年底	2022年底
<b>福莱特产能分布及扩产计划</b>						
浙江嘉兴一线	300	300	600	600	600	600
浙江嘉兴二线	300	300	--	--	--	--
浙江嘉兴三线	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴四线	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴五线	600	600	600	600	600	600
安徽凤阳一线	1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳二线		1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳三线			1000	1000	1000	1000
越南一线				1000	1000	1000
越南二线				1000	1000	1000
安徽凤阳四线 (19年转债项目)					1200	1200
安徽凤阳五线 (19年转债项目)					1200	1200
安徽凤阳六线 (20年定增项目)					1200	1200
安徽凤阳七线 (20年定增项目)						1200
<b>名义产能</b>	<b>3400</b>	<b>4400</b>	<b>5400</b>	<b>7400</b>	<b>11000</b>	<b>12200</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**光伏需求将逐季攀升, 平价后市场值得期待:** 国内竞价平价超预期, 竞价结果 26GW, 同比增长 13.95%, 平价项目申报量接近 40GW, 预计 20 年国内装机 45-50GW, Q4 随着海外疫情消退及国内进入 20 年 1231 抢装, 有望迎来史上最强旺季。展望明年, 大尺寸&MBB&电池新技术&组件价格下降都将进一步推动度电成本下降, 看好 20 年后的平价市场空间, 预计 21 年全球 160GW (国内 50、海外 110), 同增 25-30%, 龙头份额进一步提升。

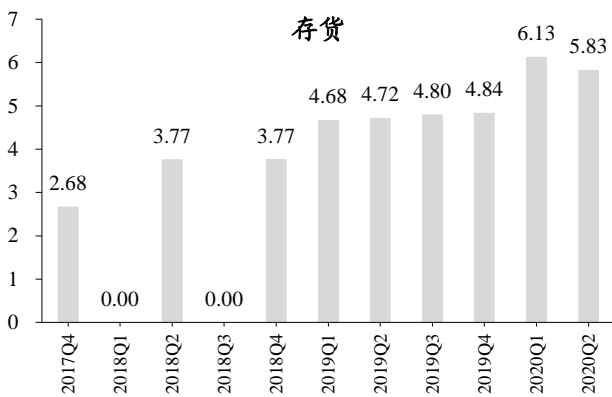
**现金流改善, 经营效率提升:** 2020H 经营活动现金流量净流入 8.04 亿元, 同比增长 645.55%; 销售商品取得现金 30.19 亿元, 同比增长 72.53%。期末预收款项 0.34 亿元, 比年初增长 35%。经营效率方面, 期末应收账款 10.34 亿元, 较期初下降 0.73 亿元, 应收账款周转天数上升 4.98 天至 77.2 天。期末存货 5.83 亿元, 较期初上升 0.99 亿元; 存货周转天数上升 15.05 天至 62.14 天。

图 4: Q2 现金净流入 7.04 亿元, 同比+645.55%



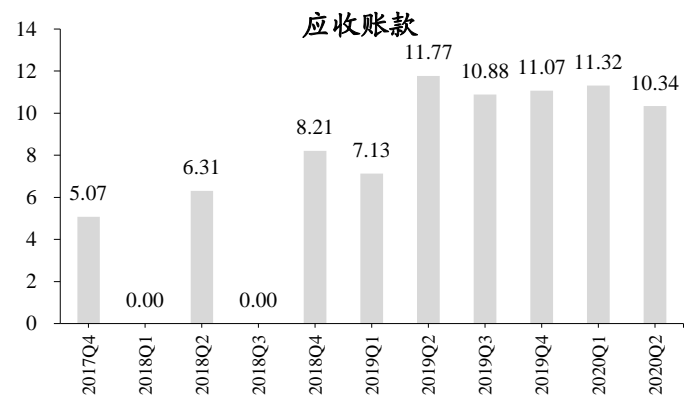
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 期末存货 5.83 亿元, 较期初+0.99 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 期末应收账款 10.34 亿元, 较期初-0.73 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 20-22 年业绩为: 10.20、14.46、17.82 亿元, 同比+42.26%、41.69%、23.26%, 对应 EPS 为 0.52、0.74、0.91 元。维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等。

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4452.7</b>	<b>4791.9</b>	<b>6463.8</b>	<b>7878.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>4806.8</b>	<b>5430.6</b>	<b>7622.5</b>	<b>9522.0</b>
现金	613.0	600.0	632.0	615.0	营业成本	3289.7	3534.6	4978.4	6291.6
应收款项	3087.3	3273.2	4594.4	5739.3	营业税金及附加	35.0	43.4	68.6	85.7
存货	483.6	484.2	682.0	861.9	营业费用	255.1	271.5	350.6	419.0
其他	268.8	434.4	555.4	662.7	管理费用	146.4	340.1	471.6	566.5
<b>非流动资产</b>	<b>4939.5</b>	<b>5912.2</b>	<b>6867.7</b>	<b>7811.2</b>	财务费用	53.1	109.2	132.1	150.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	6.9	10.0	12.0	14.4
固定资产	4007.5	4994.4	5964.2	6921.8	其他	-188.3	24.2	26.2	26.2
无形资产	427.1	412.9	398.7	384.4	<b>营业利润</b>	<b>846.0</b>	<b>1165.9</b>	<b>1659.5</b>	<b>2049.7</b>
其他	504.9	504.9	504.9	504.9	营业外净收支	16.7	18.0	18.0	18.0
<b>资产总计</b>	<b>9392.3</b>	<b>10704.1</b>	<b>13331.5</b>	<b>15690.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>862.7</b>	<b>1183.9</b>	<b>1677.5</b>	<b>2067.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>4454.1</b>	<b>4937.2</b>	<b>6390.4</b>	<b>6801.6</b>	所得税费用	145.4	148.0	209.7	258.5
短期借款	2028.3	2447.8	2955.5	2681.5	少数股东损益	0.0	15.5	22.0	27.1
应付账款	2193.3	2324.1	3109.8	3733.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>717.2</b>	<b>1020.4</b>	<b>1445.8</b>	<b>1782.1</b>
其他	232.6	165.3	325.1	386.4	EBIT	1140.5	1255.1	1767.6	2173.5
<b>非流动负债</b>	<b>425.3</b>	<b>425.3</b>	<b>425.3</b>	<b>925.3</b>	EBITDA	1468.2	1461.4	2044.8	2516.5
长期借款	281.9	281.9	281.9	281.9					
其他	143.4	143.4	143.4	643.4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债总计</b>	<b>4879.4</b>	<b>5362.5</b>	<b>6815.7</b>	<b>7726.9</b>	每股收益(元)	0.37	0.52	0.74	0.91
少数股东权益	0.0	12.4	30.0	51.8	每股净资产(元)	2.31	2.73	3.33	4.06
归属母公司股东权益	4512.9	5329.2	6485.8	7911.4	发行在外股份(百万股)	1950.0	1950.0	1950.0	1950.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9392.3</b>	<b>10704.1</b>	<b>13331.5</b>	<b>15690.1</b>	ROIC(%)	15.1%	14.7%	17.3%	18.0%
					ROE(%)	15.9%	19.1%	22.3%	22.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	31.6%	34.9%	34.7%	33.9%
经营活动现金流	510.2	925.8	1034.0	1387.9	EBIT Margin(%)	23.7%	23.1%	23.2%	22.8%
投资活动现金流	-1247.8	-1154.3	-1220.7	-1274.5	销售净利率(%)	14.9%	18.8%	19.0%	18.7%
筹资活动现金流	684.0	215.4	218.6	-130.4	资产负债率(%)	52.0%	50.1%	51.1%	49.2%
现金净增加额	-49.7	-13.0	32.0	-17.0	收入增长率(%)	56.9%	13.0%	40.4%	24.9%
折旧和摊销	327.7	206.3	277.2	343.0	净利润增长率(%)	76.1%	42.3%	41.7%	23.3%
资本开支	-1203.0	-1154.3	-1220.7	-1274.5	P/E	69.98	49.19	34.72	28.17
营运资本变动	-801.6	-303.2	-694.5	-746.9	P/B	11.12	9.42	7.74	6.34
企业自由现金流	-544.7	-153.0	-91.4	223.4	EV/EBITDA	37.51	38.02	27.88	23.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>