

公司研究

产能扩张持续，成本+制造优势保障盈利能力维持

——福莱特（601865.SH）2020年年度报告点评

要点

事件：公司发布 2020 年年度报告，2020 年实现营业收入 62.60 亿元，同比增长 30.24%；实现归母净利润 16.29 亿元，同比增长 127.09%，位于业绩预告的上位区间（同比+109.20%~131.52%）；拟每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。公司另发布公告，拟投资 58 亿元建设 6 座日熔量 1200 吨的光伏组件玻璃项目。

供需偏紧下光伏玻璃量价齐升，公司光伏玻璃业务盈利能力显著提升。2020 年下半年光伏玻璃供需形势紧张推动价格持续上涨，叠加主要原材料和能源价格的下调，光伏玻璃“量价齐升”，公司的销售收入和盈利能力均得到显著提升，2020 年公司光伏玻璃销量同比提升 17.32%至 1.85 亿平方米，ASP（不含税）同比提升 18.85%至 28.26 元/平方米，单位成本亦在大型窑炉投产的帮助下同比下降 10.4%至 14.30 元/平方米，上述因素共同带动公司光伏玻璃销售营业收入同比提升 39.4%至 52.26 亿元，毛利率同比提升 16.54 个 pct 至 49.41%，创公司历史新高。此外，公司在我国“碳中和”推广节能减排的背景下正稳步推进 Low-E 玻璃（工程玻璃）产能扩张，2020 年工程玻璃销售营业收入同比+17.6%至 5.31 亿元，毛利率同比提升 5.85 个 pct 至 27.89%，正成为公司业绩的有效补充。

公司把握龙头优势产能扩张进一步加码，成本+技术优势保障公司盈利能力。公司在成本、原材料、规模等多重优势的保障下进一步加大产能扩厂力度，预计 21-23 年将各有 5800/6000/7200 吨/日的产能投产，21-23 年末公司光伏玻璃设计产能有望分别达到 1.22/1.82/2.54 万吨/日，规模优势进一步扩大。此外，虽然我们预计自 2021 年二季度开始光伏玻璃供需形势将显著改善，价格将呈现季节性波动，但公司大型窑炉持续投产将有效拉低公司单位成本，叠加 2021 年大尺寸玻璃供需形势仍较为紧张，我们看好公司盈利能力的维持。

维持“买入”评级。根据公司产能投放进度，以及我们对 21-23 年光伏玻璃价格的判断（假设公司 21-23 年 3.2mm 光伏玻璃销售单价为 30/27/25 元/平方米，2.0mm 销售单价为 24/21.5/19.5 元/平方米），我们维持/小幅下调/引入 21-23 年盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 24.83/29.02/32.62 亿元（维持/下调 6.18%/新增），对应 21-23 年 EPS 为 1.16/1.35/1.52 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 23/20/17 倍。光伏新增装机量持续向好，公司作为行业龙头持续扩产将保证出货量的高速增长，且成本控制和大尺寸玻璃制造的优势也将保障公司在光伏玻璃价格下行背景下仍维持较好盈利能力，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏装机不及预期；玻璃生产过程的环境污染风险；贸易争端风险；原材料和燃料动力价格波动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,807	6,260	9,385	12,446	15,828
营业收入增长率	56.89%	30.24%	49.91%	32.63%	27.17%
净利润（百万元）	717	1,629	2,483	2,902	3,262
净利润增长率	76.09%	127.09%	52.45%	16.86%	12.41%
EPS（元）	0.37	0.79	1.16	1.35	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.89%	22.51%	26.39%	23.57%	20.94%
P/E	72	33	23	20	17
P/B	11.5	7.5	6.0	4.6	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-29

买入（维持）

当前价：26.50 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063

yinzs@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827

haoqian@ebcn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001
021-52523850

mars@ebcn.com

联系人：陈无忌

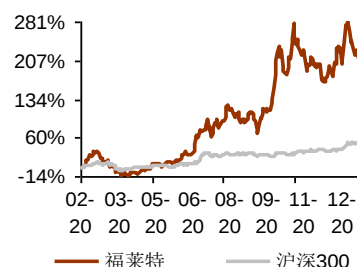
021-52523693

chenwuji@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.46
总市值(亿元):	568.74
一年最低/最高(元):	10.15/46.71
近 3 月换手率:	56.97%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.06	-27.01	121.15
绝对	-19.92	-26.93	158.51

资料来源：Wind

相关研报

业绩超预期，加码扩张时——福莱特（601865.SH）2020年业绩预告及扩产事项点评（2020-12-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,807	6,260	9,385	12,446	15,828
营业成本	3,290	3,347	5,352	7,605	10,300
折旧和摊销	328	398	538	785	1,028
税金及附加	35	61	92	121	154
销售费用	255	302	413	523	601
管理费用	121	172	225	274	317
研发费用	204	285	385	498	601
财务费用	53	142	103	132	162
投资收益	7	6	2	2	2
营业利润	846	1,865	2,843	3,322	3,736
利润总额	863	1,874	2,857	3,338	3,753
所得税	145	245	374	437	491
净利润	717	1,629	2,483	2,902	3,262
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	717	1,629	2,483	2,902	3,262
EPS(按最新股本计)	0.37	0.79	1.16	1.35	1.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	510	1,701	3,625	3,936	4,614
净利润	717	1,629	2,483	2,902	3,262
折旧摊销	328	398	538	785	1,028
净营运资金增加	1,001	-97	122	493	511
其他	-1,536	-229	482	-244	-186
投资活动产生现金流	-1,248	-2,374	-3,248	-3,088	-3,088
净资本支出	-1,285	-1,939	-3,090	-3,090	-3,090
长期投资变化	0	14	0	0	0
其他资产变化	37	-450	-158	2	2
融资活动现金流	684	1,369	111	868	838
股本变化	38	23	0	0	0
债务净变化	668	80	522	1,000	1,000
无息负债变化	926	72	914	1,005	1,146
净现金流	-50	667	489	1,715	2,365

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	46.5%	43.0%	38.9%	34.9%
EBITDA 率	26.5%	41.4%	37.2%	34.2%	31.3%
EBIT 率	19.7%	35.0%	31.5%	27.9%	24.8%
税前净利润率	17.9%	29.9%	30.4%	26.8%	23.7%
归母净利润率	14.9%	26.0%	26.5%	23.3%	20.6%
ROA	7.6%	13.3%	15.6%	14.0%	12.5%
ROE (摊薄)	15.9%	22.5%	26.4%	23.6%	20.9%
经营性 ROIC	11.0%	21.6%	22.1%	20.9%	20.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	41%	41%	41%	41%
流动比率	1.00	1.67	1.72	1.90	2.10
速动比率	0.89	1.53	1.58	1.77	1.98
归母权益/有息债务	1.95	3.03	3.23	3.15	3.17
有形资产/有息债务	3.87	4.90	5.24	5.14	5.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,392	12,266	15,877	20,783	26,191
货币资金	613	1,590	2,079	3,794	6,159
交易性金融资产	0	400	400	400	401
应收帐款	1,107	1,388	1,596	1,999	2,392
应收票据	1,976	547	469	622	791
其他应收款 (合计)	4	24	36	48	61
存货	484	479	530	603	716
其他流动资产	175	776	776	776	776
流动资产合计	4,453	5,569	6,469	9,070	12,416
其他权益工具	0	54	54	54	54
长期股权投资	0	14	14	14	14
固定资产	3,071	3,334	5,932	8,228	10,256
在建工程	929	1,915	1,807	1,758	1,736
无形资产	427	530	591	649	704
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	458	777	933	933	933
非流动资产合计	4,940	6,697	9,408	11,713	13,775
总负债	4,879	5,031	6,467	8,471	10,617
短期借款	1,316	617	0	0	0
应付账款	1,855	1,295	1,606	1,977	2,472
应付票据	339	714	1,070	1,369	1,648
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	156	309	478
流动负债合计	4,454	3,331	3,766	4,771	5,917
长期借款	282	1,375	2,375	3,375	4,375
应付债券	0	237	237	237	237
其他非流动负债	56	45	45	45	45
非流动负债合计	425	1,700	2,700	3,700	4,700
股东权益	4,513	7,235	9,410	12,312	15,574
股本	488	510	510	510	510
公积金	1,033	2,266	2,300	2,300	2,300
未分配利润	2,975	4,450	6,591	9,492	12,754
归属母公司权益	4,513	7,235	9,410	12,312	15,574
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.31%	4.82%	4.40%	4.20%	3.80%
管理费用率	2.53%	2.75%	2.40%	2.20%	2.00%
财务费用率	1.11%	2.26%	1.10%	1.06%	1.02%
研发费用率	4.25%	4.55%	4.10%	4.00%	3.80%
所得税率	17%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.26	0.83	1.69	1.83	2.15
每股净资产	2.31	3.53	4.38	5.74	7.26
每股销售收入	2.47	3.06	4.37	5.80	7.37

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	72	33	23	20	17
PB	11.5	7.5	6.0	4.6	3.7
EV/EBITDA	12.2	5.8	4.5	3.7	3.0
股息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------