

市场价格 (人民币): 26.50 元

业绩高增长, 扩产再提速

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.46
已上市流通 A 股(亿股)	4.48
流通港股(亿股)	4.50
总市值(亿元)	568.74
年内股价最高最低(元)	44.91/10.19
沪深 300 指数	5047
上证指数	3435



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,807	6,260	10,384	15,491	21,132
营业收入增长率	56.89%	30.24%	65.86%	49.19%	36.41%
归母净利润(百万元)	717	1,629	2,736	3,707	4,742
归母净利润增长率	76.09%	127.09%	67.97%	35.52%	27.90%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.80	1.27	1.73	2.21
每股经营性现金流净额	0.26	0.75	5.27	7.78	10.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.89%	22.51%	38.56%	39.78%	38.98%
P/E	72.05	33.21	20.79	15.34	11.99
P/B	11.45	7.48	8.02	6.10	4.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年年报, 全年实现营业收入 62.6 亿元, 同比增长 30.24%; 归母净利润 16.29 亿元, 同比增长 127.09%, 年报业绩处于业绩预告范围内, 符合预期。其中 Q4 单季度实现营业收入 22.44 亿元, 环比增长 47.63%; 归母净利润 8.17 亿元, 环比增长 132.76%。

经营分析

- 光伏玻璃获利丰厚, 推动业绩高速增长: 2020 年公司光伏玻璃销售 1.85 亿平 (同比+17.32%), 含税均价 31.93 元/平 (同比+19%), 毛利率 49.41% (同比+16.54pct)。受益于四季度光伏玻璃大幅涨价, 公司 Q4 单季毛利率高达 58.51%, 同比+23.66pct, 环比+15.82pct, 单季度业绩创历史新高。
- 光伏玻璃供给压力将逐渐改善, 但大尺寸溢价仍将持续: 根据今年各光伏玻璃厂家扩产计划, 光伏玻璃供给紧缺的局面将在今年逐季度得到缓解, 但考虑到产能爬坡节奏和下游对大尺寸组件的高接受度, 我们预计 2021 年大尺寸玻璃仍将因供不应求享有显著的溢价 (2020 及以后新投产玻璃产线才具备经济生产大尺寸组件用宽幅玻璃的能力)。
- 技术、成本、资金优势明显, 加速扩产巩固龙头地位: 截至 2020 年底, 公司光伏玻璃产能合计 6400t/d, 今年新增产能约 5800t/d (2 月份已投产 2200t/d), 2022 年公司计划新建 5 条 1200t/d 产线, 预计到明年底产能将达到 1.82 万 t/d (同比+49%)。此外公司同时公告 6 条 1200t/d 光伏玻璃产线的扩产计划, 其中嘉兴 2 条、凤阳 4 条。自去年底工信部放开光伏压延玻璃产能指标以来, 公司已累计公告 1.3 万 t/d 的光伏玻璃扩产计划, 为未来三年业绩增长奠定了良好的基础。虽然目前已有不少企业发布光伏玻璃扩产计划, 但在“碳中和”背景下如此高能耗、高排放的行业, 实际产能审批和建设可能仍然会有一定阻力, 公司在手存量项目指标较多, 且具备优质的砂矿资源 (凤阳) 和技术、成本、资金优势, 扩产后有望进一步巩固龙头地位。

盈利调整与投资建议

- 根据公司最新产能建设计划, 我们小幅上调公司 2022 年业绩, 预计公司 2021-2023E 净利润分别为 27.36、37.07 (+2.6%)、47.42 亿元, 对应 EPS 分别为 1.27、1.73、2.21 元, 公司当前 A/H 股价分别对应 2021 年 21/15 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。

相关报告

- 1.《年度业绩预告超预期, 2021 产能加速释放 - 福莱特 2020 年业...》, 2020.12.30
- 2.《光伏玻璃提价超预期, 龙头盈利增长高歌猛进 - 福莱特 2020 三季...》, 2020.10.28
- 3.《光伏玻璃景气向上, 扩产提份额驶入快车道 - 福莱特 2020 半年报...》, 2020.8.5
- 4.《半年度业绩超预期, 双玻渗透提速多角度利好 - 福莱特 2020 半年...》, 2020.7.1
- 5.《融资提速助扩产, 巩固龙头地位维护竞争格局 - 福莱特 A 股增发预案...》, 2020.6.14

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文旬

联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,064	4,807	6,260	10,384	15,491	21,132
增长率		56.9%	30.2%	65.9%	49.2%	36.4%
主营业务成本	-2,233	-3,290	-3,347	-5,676	-9,200	-13,182
%销售收入	72.9%	68.4%	53.5%	54.7%	59.4%	62.4%
毛利	831	1,517	2,914	4,707	6,291	7,951
%销售收入	27.1%	31.6%	46.5%	45.3%	40.6%	37.6%
营业税金及附加	-29	-35	-61	-99	-147	-201
%销售收入	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-128	-255	-302	-415	-542	-676
%销售收入	4.2%	5.3%	4.8%	4.0%	3.5%	3.2%
管理费用	-118	-121	-172	-270	-356	-465
%销售收入	3.8%	2.5%	2.8%	2.6%	2.3%	2.2%
研发费用	-113	-204	-285	-384	-465	-549
%销售收入	3.7%	4.2%	4.5%	3.7%	3.0%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	443	901	2,094	3,539	4,781	6,059
%销售收入	14.5%	18.8%	33.4%	34.1%	30.9%	28.7%
财务费用	-2	-53	-142	-308	-370	-436
%销售收入	0.1%	1.1%	2.3%	3.0%	2.4%	2.1%
资产减值损失	-10	-28	102	-110	-110	-120
公允价值变动收益	13	-5	1	0	0	0
投资收益	-16	7	6	5	5	5
%税前利润	n.a	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	459	846	1,865	3,181	4,311	5,514
营业利润率	15.0%	17.6%	29.8%	30.6%	27.8%	26.1%
营业外收支	8	17	9	0	0	0
税前利润	466	863	1,874	3,181	4,311	5,514
利润率	15.2%	17.9%	29.9%	30.6%	27.8%	26.1%
所得税	-59	-145	-245	-445	-604	-772
所得税率	12.6%	16.9%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	407	717	1,629	2,736	3,707	4,742
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	407	717	1,629	2,736	3,707	4,742
净利率	13.3%	14.9%	26.0%	26.3%	23.9%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	407	717	1,629	2,736	3,707	4,742
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	257	342	329	595	854	1,141
非经营收益	34	158	42	244	379	469
营运资金变动	-268	-712	-477	-440	-309	-338
经营活动现金净流	431	506	1,523	3,135	4,631	6,014
资本开支	-1,250	-1,285	-1,939	-3,747	-3,950	-4,050
投资	4	0	-468	400	0	0
其他	-57	37	33	5	5	5
投资活动现金净流	-1,303	-1,248	-2,374	-3,342	-3,945	-4,045
股权募资	0	270	29	-1,767	0	0
债权募资	494	663	1,887	2,739	1,728	1,020
其他	-43	-245	-575	-1,336	-1,847	-2,350
筹资活动现金净流	451	688	1,340	-364	-118	-1,330
现金净流量	-421	-54	489	-571	567	638

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	683	613	1,590	1,016	1,581	2,217
应收账款	1,734	3,087	2,644	3,738	5,422	7,185
存货	377	484	479	855	1,386	1,986
其他流动资产	253	269	856	899	953	1,061
流动资产	3,047	4,453	5,569	6,508	9,343	12,449
%总资产	43.8%	47.4%	45.4%	40.1%	42.0%	44.1%
长期投资	23	22	88	88	88	88
固定资产	3,129	4,007	5,271	8,202	11,375	14,261
%总资产	45.0%	42.7%	43.0%	50.5%	51.1%	50.5%
无形资产	540	434	535	546	558	569
非流动资产	3,906	4,940	6,697	9,732	12,908	15,797
%总资产	56.2%	52.6%	54.6%	59.9%	58.0%	55.9%
资产总计	6,954	9,392	12,266	16,240	22,251	28,246
短期借款	652	2,028	778	3,210	4,938	5,958
应付款项	1,475	2,239	2,109	3,376	5,212	7,101
其他流动负债	123	187	444	550	774	1,016
流动负债	2,250	4,454	3,331	7,136	10,924	14,076
长期贷款	989	282	1,375	1,565	1,565	1,565
其他长期负债	45	143	325	445	443	441
负债	3,285	4,879	5,031	9,146	12,932	16,082
普通股股东权益	3,669	4,513	7,235	7,094	9,319	12,164
其中：股本	450	488	510	595	595	595
未分配利润	2,424	2,975	4,450	6,091	8,316	11,161
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,954	9,392	12,266	16,240	22,251	28,246

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.23	0.37	0.80	1.27	1.73	2.21
每股净资产	2.04	2.31	3.54	3.31	4.34	5.67
每股经营现金净流	0.24	0.26	0.75	5.27	7.78	10.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	1.84	2.49	3.19
回报率						
净资产收益率	11.10%	15.89%	22.51%	38.56%	39.78%	38.98%
总资产收益率	5.86%	7.64%	13.28%	16.85%	16.66%	16.79%
投入资本收益率	7.29%	10.84%	18.82%	25.04%	25.52%	26.09%
增长率						
主营业务收入增长率	2.42%	56.89%	30.24%	65.86%	49.19%	36.41%
EBIT 增长率	-9.88%	103.43%	132.31%	69.04%	35.07%	26.75%
净利润增长率	-4.50%	76.09%	127.09%	67.97%	35.52%	27.90%
总资产增长率	16.76%	35.07%	30.59%	32.40%	37.01%	26.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.1	73.2	72.8	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	52.7	47.8	52.5	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	185.1	170.4	171.7	150.0	140.0	130.0
固定资产周转天数	258.1	233.2	194.4	170.0	155.0	138.8
偿债能力						
净负债/股东权益	25.96%	37.58%	5.51%	50.67%	51.05%	42.27%
EBIT 利息保障倍数	274.9	17.0	14.8	11.5	12.9	13.9
资产负债率	47.24%	51.95%	41.02%	56.32%	58.12%	56.94%

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
买入	1	2	2	14	43
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.18	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-27	买入	10.61	N/A
2	2020-04-20	买入	11.67	N/A
3	2020-04-30	买入	12.60	N/A
4	2020-06-14	买入	15.70	N/A
5	2020-07-01	买入	18.80	N/A
6	2020-08-05	买入	25.74	N/A
7	2020-10-28	买入	37.14	N/A
8	2020-12-30	买入	35.19	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402