

2020 年年报点评: 20 年毛利率创历史新高, 产能扩张再加码

买入 (维持)

2021 年 03 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,260	10,299	14,443	17,480
同比 (%)	30.24%	64.51%	40.23%	21.02%
归母净利润 (百万元)	1629	2391	2664	3087
同比 (%)	127.09%	46.78%	11.43%	15.87%
每股收益 (元/股)	0.76	1.11	1.24	1.44
P/E (倍)	34.92	23.79	21.35	18.43

投资要点

- 20 年归母净利润 16.29 亿元, 同增 127.09%, 超预期!** 2020 年公司实现营收 62.6 亿元, 同增 30.24%, 实现归母净利润 16.29 亿元, 同增 127.09%。其中 2020Q4 实现营收 22.44 亿元, 同环比+57.33%/+47.59%; 实现归母净利润 8.17 亿元, 同环比+289.59%/+132.83%。2020 年公司总体业务毛利率为 46.54%, 同比上升 14.98pct, Q4 毛利率 58.51%, 同比上升 23.66pct, 环比上升 15.82pct。整体业绩超预期, 主要原因在于光伏玻璃业务毛利率超预期。
- 20 年量利双升, Q4 毛利率创历史新高:** 2020 年公司光伏玻璃业务实现营收 52.25 亿元, 同增 39.44%, 销量达 1.85 亿平, 同增 17.32%, 毛利率 49.41%, 同增 16.5 个百分点, 单平米净利润约为 8.3 元/平方米。其中 20Q4 销量约 0.48 亿平, 毛利率约 63.7%, 单平米净利润约 16.8 元/平方米, 创历史新高。20 年毛利率高企的原因在于: 1) 价格方面, 20 年玻璃供应紧缺, 玻璃价格迅速上涨, 我们测算 20 年福莱特含税均价 31.9 元/平, 同增 20%, 其中 Q4 含税均价达 43 元/平; 2) 20 年公司高毛利率的 2.0mm 玻璃占比 30%, 同比提升 15 个百分点。
- 公司产能扩张再加码, 行业龙头地位稳固:** 公司 20 年年底 6400 吨/日, 21 年已点火越南二线 1000 吨 (21Q1), 安徽凤阳二期 1200 吨 (21Q1), 另三条 1200 吨产线预计于 21 年后陆续投产。此外, 安徽三期项目 5 条 1200 吨窑炉预计 2022 年陆续点火投产; 公司今日再公告浙江嘉兴 2 条 1200 吨和安徽凤阳 4 条 1200 吨窑炉扩产计划。预计到 21/22/23 年末公司光伏玻璃产能达到 12200/18200/25400 吨/日, 同比 90%/49%/40%, 龙头地位进一步强化。
- 21 年双玻+大尺寸带来结构性 α:** 1) **双玻占比提升:** 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大, 毛利率更高, 20 年公司双玻销量占比 30%, 受益于 2.0 玻璃产业化, 预计 21 年双玻再提速, 全年占比达到 45%; 2) **大尺寸占比提升:** 近期国内组件招标中, 大尺寸占比均超过 50%, 由于玻璃老线无法做大尺寸玻璃, 预计 21 年全年大尺寸玻璃供需相对紧缺, 盈利明显分化, 目前大尺寸玻璃溢价 3 元/平米。公司 20 年起新投产产能均能做大尺寸, 产能规模占比超 50%, 充分受益大尺寸。
- 盈利预测与投资评级:** 由于 21 年起行业新产能逐渐释放, 玻璃价格下行, 但公司经营稳健, 龙头优势凸显, 我们预计公司 21-23 年归母净利润为 23.91/26.64/30.87 亿元, 同比增 46.78%/11.43%/15.87%, 我们将 21-23 年 EPS 由 0.81/1.29/1.60 元调整为 1.11/1.24/1.44 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)	26.50
一年最低/最高价	10.13/46.64
市净率(倍)	7.86
流通 A 股市值(百万元)	11872.74

基础数据

每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	41.02
总股本(百万股)	2146.19
流通 A 股(百万股)	448.03

相关研究

1、《福莱特 (601865) 年报预告点评: 业绩预告超预期, 双玻+大尺寸明年锦上添花》

2020-12-30

2、《福莱特 (601865) 三季度业绩点评 点评: 毛利率持续提升, 产能加码龙头强者恒强》

2020-10-28

3、《福莱特 (601865) 半年报业绩点评: 福莱特 20H1 光伏玻璃毛利率 40%超预期, 产能加码未来可期》

2020-08-05

东吴证券研究所

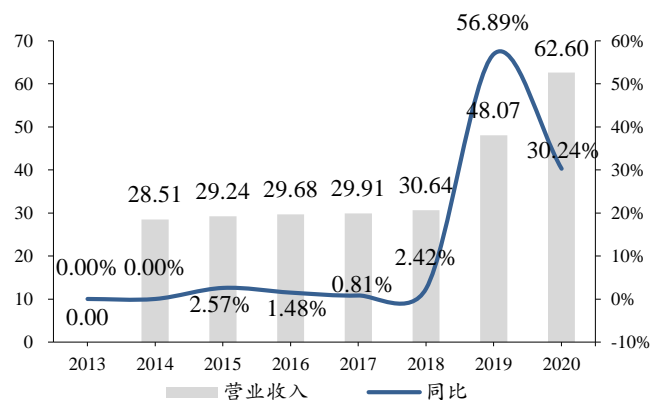
20 年归母净利润 16.29 亿元，同增 127.09%，超预期！公司发布 2020 年年报，2020 年内实现营收 62.6 亿元，同增 30.24%，实现归母净利润 16.29 亿元，同增 127.09%。其中 2020Q4 实现营收 22.44 亿元，同环比+57.33%/+47.59%；实现归母净利润 8.17 亿元，同环比+289.59%/+132.83%。2020 年公司总体业务毛利率为 46.54%，同比上升 14.98pct，Q4 毛利率 58.51%，同比上升 23.66pct，环比上升 15.82pct。整体业绩超预期，主要原因在于光伏玻璃业务毛利率超预期。

表 1: 福莱特 20 年业绩情况

福莱特	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	62.60	48.07	30.2%	22.44	14.26	57.3%	15.20	47.6%
毛利率	46.5%	31.6%	15.0%	58.5%	34.8%	23.7%	42.7%	15.8%
营业利润	18.65	8.46	120.5%	8.74	2.43	258.9%	4.29	103.9%
利润总额	18.74	8.63	117.2%	8.77	2.48	253.7%	4.32	102.9%
归属母公司净利润	16.29	7.17	127.1%	8.17	2.10	289.6%	3.51	132.8%
扣非归母净利润	16.19	6.88	135.4%	8.26	2.11	292.1%	3.41	142.5%
归母净利率	26.0%	14.9%	11.1%	36.4%	14.7%	21.7%	23.1%	13.3%
股本	5.10	4.88	-	4.88	4.50	-	4.89	-
EPS	3.19	1.47	116.9%	1.68	0.47	259.6%	0.72	133.4%

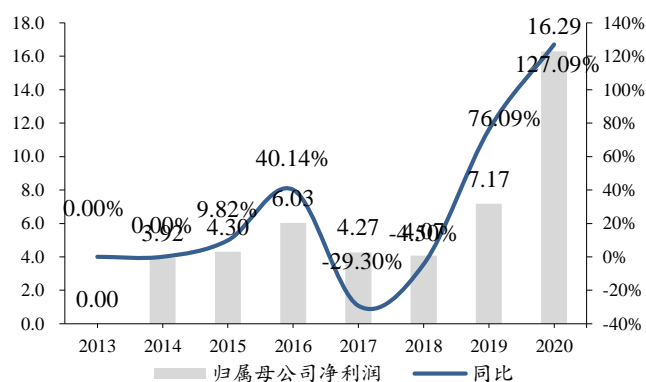
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 62.6 亿元，同比+30.24% (亿元)



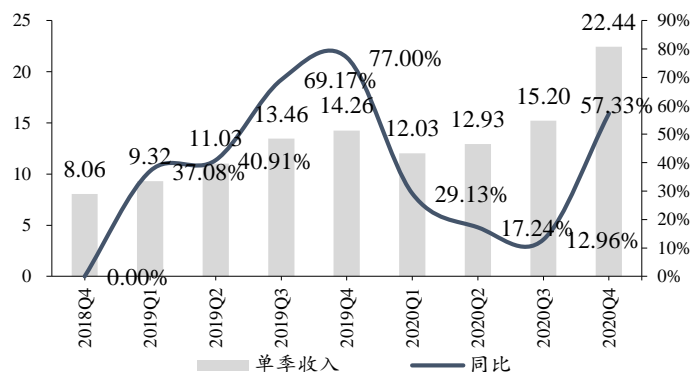
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 16.29 亿元，同比+127.09% (亿元)



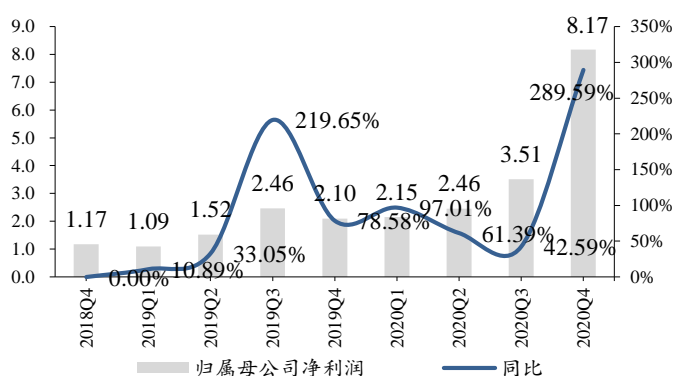
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 22.44 亿元, 同比+57.33% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 8.17 亿元, 同比+289.59% (亿元)



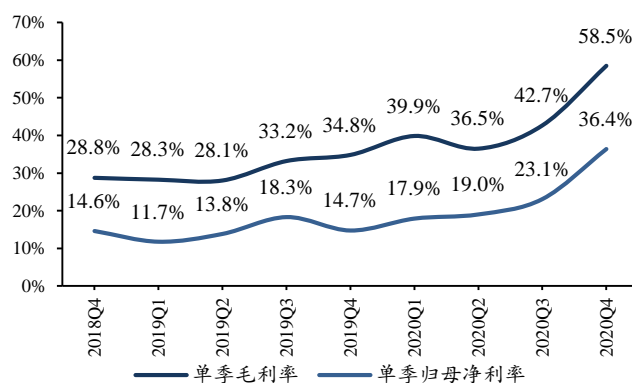
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比+14.98、+11.1pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

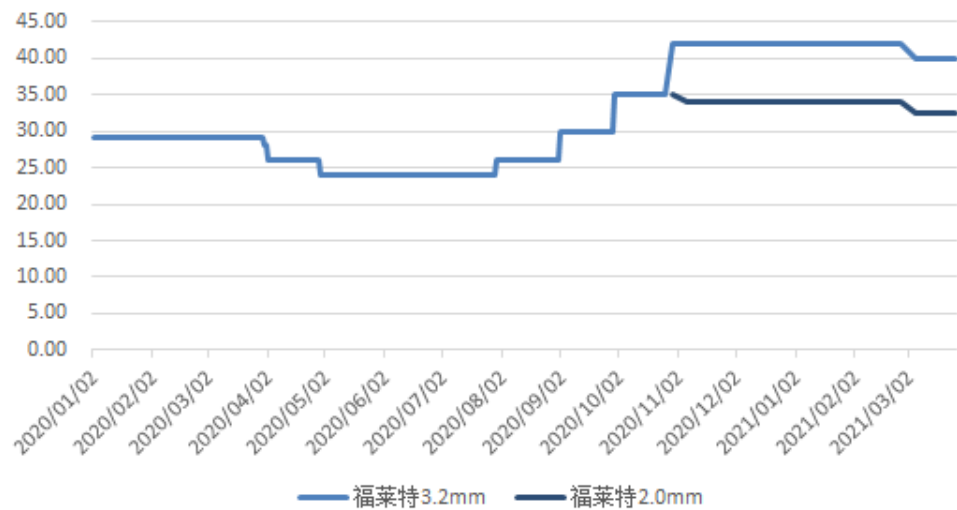
图 6: Q4 毛利率、净利率同比+23.66、+21.71pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

20 年量利双升, Q4 毛利率创历史新高: 2020 年公司光伏玻璃业务实现营收 52.25 亿元, 同增 39.44%, 销量达 1.85 亿平, 同增 17.32%, 毛利率 49.41%, 同增 16.5 个百分点, 单平米净利润约为 8.3 元/平方米。其中 20Q4 销量约 0.48 亿平, 毛利率约 63.7%, 单平米净利润约 16.8 元/平方米, 创历史新高。20 年毛利率高企的原因在于: 1) 价格方面, 20 年玻璃供应紧缺, 玻璃价格迅速上涨, 我们测算 20 年福莱特含税均价 31.9 元/平, 同增 20%, 其中 Q4 含税均价达 43 元/平; 2) 20 年公司高毛利率的 2.0mm 玻璃占比 30%, 同比提升 15 个百分点。

图 7: 公司 3.2mm 和 2.0mm 价格情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产能扩张再加码, 行业龙头地位稳固: 公司 20 年年底 6400 吨/日, 21 年已点火越南二线 1000 吨 (21Q1), 安徽凤阳二期 1200 吨 (21Q1), 另三条 1200 吨产线预计于 21 年后陆续投产。此外, 安徽三期项目 5 条 1200 吨窑炉预计 2022 年陆续点火投产; 公司今日再公告浙江嘉兴 2 条 1200 吨和安徽凤阳 4 条 1200 吨窑炉扩产计划。预计到 21/22/23 年末公司光伏玻璃产能达到 12200/18200/25400 吨/日, 同比 90%/49%/40%, 龙头地位进一步强化。

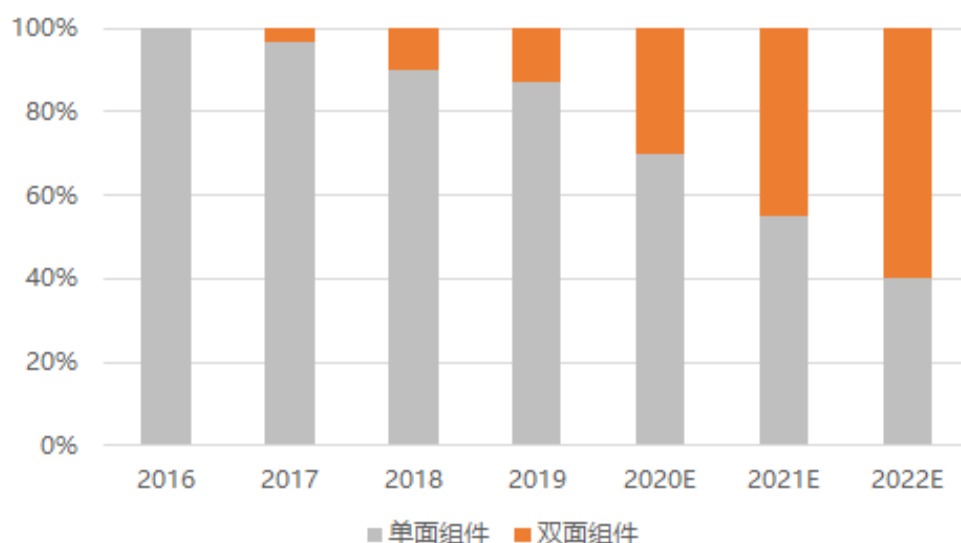
表 2: 公司产能及扩产情况 (吨)

福莱特产能分布及扩产计划	2017年	2018年	2019年年底	2020年年底	2021年底E	2022年底E	2023年底E	备注
浙江嘉兴一线	300	300	600	600	600	600	600	两条线改造合并为一条线, 改造于19年年
浙江嘉兴二线	300	300	--	--	--	--	--	
浙江嘉兴三线	600	600	600	600	600	600	600	20Q4完成冷修并点火
浙江嘉兴四线	600	600	600	600	600	600	600	
浙江嘉兴五线	600	600	600	600	600	600	600	
安徽凤阳一线	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	
安徽凤阳二线		1000	1000	1000	1000	1000	1000	
安徽凤阳三线			1000	1000	1000	1000	1000	
越南一线				1000	1000	1000	1000	2020Q4点火投产
越南二线					1000	1000	1000	2021Q1点火投产
安徽凤阳四线 (19年转债项目)					1200	1200	1200	2021Q1点火投产
安徽凤阳五线 (19年转债项目)					1200	1200	1200	
安徽凤阳六线 (20年定增项目)					1200	1200	1200	21年陆续投产
安徽凤阳七线 (20年定增项目)					1200	1200	1200	
安徽凤阳八线						1200	1200	
安徽凤阳九线						1200	1200	
安徽凤阳十线						1200	1200	22年陆续投产
安徽凤阳十一线						1200	1200	
安徽凤阳十二线						1200	1200	
浙江嘉兴六线							1200	
浙江嘉兴七线							1200	
安徽凤阳十三线							1200	未披露具体建设及投产时间
安徽凤阳十四线							1200	
安徽凤阳十五线							1200	
安徽凤阳十六线							1200	
名义产能	3400	4400	5400	6400	12200	18200	25400	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

21年双玻+大尺寸带来结构性 α ：1) **双玻占比提升：**2.0玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，毛利率更高，20年公司双玻销量占比30%，受益于2.0玻璃产业化，预计21年双玻再提速，全年占比达到45%；2) **大尺寸占比提升：**近期国内组件招标中，大尺寸占比均超过50%，由于玻璃老线无法做大尺寸玻璃，预计21年全年大尺寸玻璃供需相对紧缺，盈利明显分化，目前大尺寸玻璃溢价3元/平米。公司20年起新投产产能均能做大尺寸，产能规模占比超50%，充分受益大尺寸。

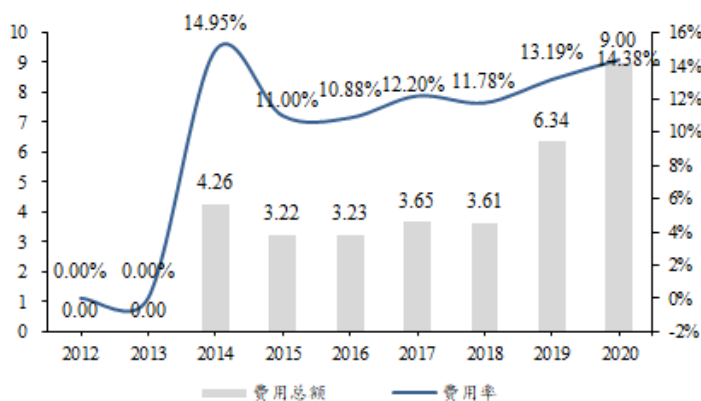
图 8：双玻组件渗透率快速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

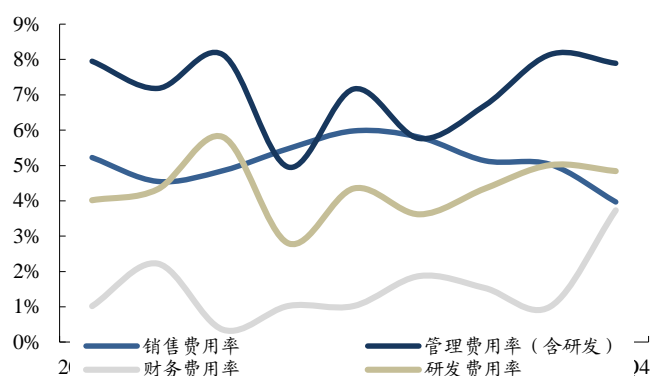
随销售规模扩大，期间费用率有所上升：公司2020年费用同比增长42.05%至9亿元，期间费用率上升1.2个百分点至14.38%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+18.32%、+40.36%、+39.46%、+166.38%至3.02亿元、4.57亿元、2.85亿元、1.42亿元；费用率分别-0.49pct、+0.53pct、+0.3pct、+1.16pct至4.82%、7.30%、4.55%、2.26%。其中Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+4.38%/+73.26%/+75.04%/+472.21%，费用率分别为3.97%/7.90%/4.84%/3.73%。

图 9：公司 2020 年期间费用 9 亿元，同比+42.05%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

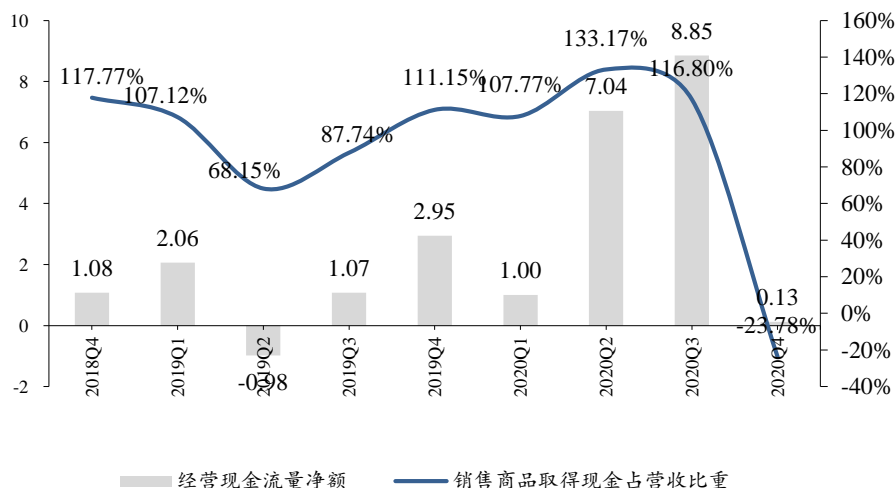
图 10：公司 Q4 期间费用率 15.60%，同比+1.42pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

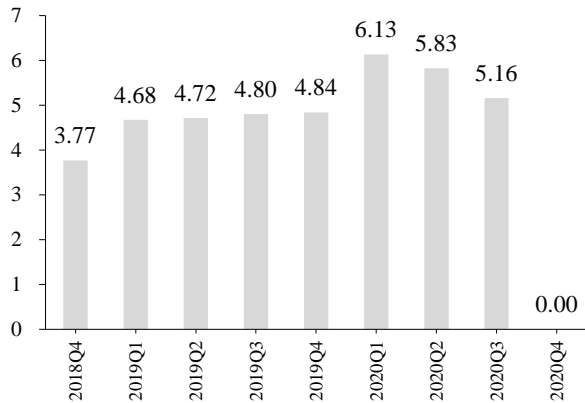
现金流略降，存货管理良好，期末应收账款增长，彰显订单需求旺盛：2020 年经营活动现金流量净流入 44.54 亿元，同比下降 5.84%，其中 Q4 现金净流入 0.13 亿元，同比-95.73%；公司存货管理加强，Q4 期末存货 4.79 亿元，较期初-0.04 亿元；公司 Q4 期末预付账款 3.63 亿元，较上期末增长 289.72%，主要为购买矿石和石英砂支付预付款所致；公司 Q4 期末应收账款 13.88 亿元，较期初+2.81 亿元，较上期末增长 25.39%，主要为光伏玻璃销售收入的增长所致，表现公司订单需求旺盛。

图 11：Q4 现金净流入 0.13 亿元，同比-95.73%



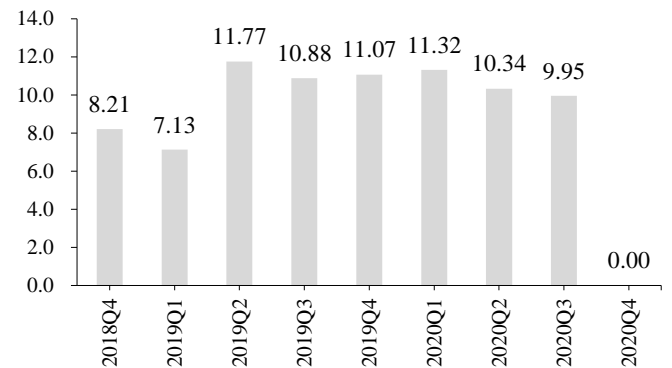
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 12: Q4 期末存货 4.79 亿元, 较期初-0.04 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: Q4 期末应收账款 13.88 亿元, 较期初+2.81 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 由于 21 年起行业新产能逐渐释放, 玻璃价格下行, 但公司经营稳健, 龙头优势凸显, 我们预计公司 21-23 年归母净利润为 23.91/26.64/30.87 亿元, 同比增 46.78%/11.43%/15.87%, 我们将 21-23 年 EPS 由 0.81/1.29/1.60 元调整至为 1.11/1.24/1.44 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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5569.3	9244.3	13014.9	15913.6	营业收入	6260.4	10299.3	14442.9	17479.5
现金	1590.0	962.0	1055.0	1202.3	减:营业成本	3346.6	6209.5	9659.1	11901.1
应收账款	1959.4	6207.8	8705.3	10535.6	营业税金及附加	61.1	120.4	161.8	174.8
存货	479.4	850.6	1323.2	1630.3	营业费用	301.9	607.7	938.8	961.4
其他流动资产	1540.5	1223.9	1931.4	2545.4	管理费用	204.3	388.4	667.6	681.9
非流动资产	6696.5	7718.9	8676.7	9622.9	财务费用	141.5	104.7	135.6	178.6
长期股权投资	13.9	27.8	41.7	55.7	加:投资净收益	5.7	10.0	12.0	14.4
固定资产	5270.8	6297.0	7258.5	8208.5	其他收益	-345.8	27.7	29.7	29.7
在建工程	1915	881	564	469	营业利润	1864.9	2906.3	2921.7	3625.9
无形资产	529.6	511.9	494.3	476.6	加:营业外净收支	9.0	18.0	18.0	18.0
其他非流动资产	882.2	882.2	882.2	882.2	利润总额	1873.9	2924.3	2939.7	3643.9
资产总计	12265.8	16963.2	21691.6	25536.5	减:所得税费用	245.1	497.1	235.2	510.1
流动负债	3330.8	6086.5	8651.2	9989.2	少数股东损益	0.0	36.4	40.6	47.0
短期借款	778.2	1716.0	1695.6	3580.0	归属母公司净利润	1628.8	2390.8	2664.0	3086.7
应付账款	2008.2	4082.9	6033.6	5216.9	EBIT	2439.6	2991.0	3033.3	3778.1
其他流动负债	544.4	287.5	922.0	1192.3	EBITDA	2837.8	3234.6	3372.3	4192.4
非流动负债	1700.3	1700.3	1700.3	1700.3					
长期借款	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	325.2	325.2	325.2	325.2	每股收益(元)	0.76	1.11	1.24	1.44
负债合计	5031.1	7786.7	10351.5	11689.5	每股净资产(元)	3.37	4.26	5.26	6.41
少数股东权益	0.0	29.1	61.6	99.2	发行在外股份(百万股)	1954.6	2146.2	2146.2	2146.2
归属母公司股东权益	7234.7	9147.4	11278.5	13747.9	ROIC(%)	25.8%	23.3%	21.2%	19.8%
负债和股东权益	12265.8	16963.2	21691.6	25536.5	ROE(%)	22.5%	26.1%	23.6%	22.5%
					毛利率(%)	46.5%	39.7%	33.1%	31.9%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	26.0%	23.2%	18.4%	17.7%
经营活动现金流	1701.2	96.6	1930.9	229.0	资产负债率(%)	41.0%	45.9%	47.7%	45.8%
投资活动现金流	-2374.2	-1184.2	-1284.7	-1348.6	收入增长率(%)	30.2%	64.5%	40.2%	21.0%
筹资活动现金流	1369.2	459.7	-553.2	1267.0	净利润增长率(%)	127.1%	46.8%	11.4%	15.9%
现金净增加额	667.1	-628.0	93.0	147.3	P/E	34.92	23.79	21.35	18.43
折旧和摊销	398.3	243.6	338.9	414.4	P/B	7.86	6.22	5.04	4.14
资本开支	-1759.8	-1170.3	-1270.8	-1334.7	EV/EBITDA	21.81	19.99	19.93	16.35
营运资本变动	12.1	-2556.9	-1092.4	-3297.7					

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>