

# 光伏玻璃毛利新高 产能扩张再加码夯实龙头地位

——福莱特 (601865.SH) 2020 年报点评

建筑材料/玻璃制造



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件:

公司发布年报, 2020 年实现营业收入 62.6 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%。其中 2020Q4 实现营收 22.44 亿元, 同比增长 57.33%, 归母净利润 8.17 亿元, 同比增长 289.59%, 环比增长 132.83%。

## 投资摘要:

**毛利率创新高, 光伏玻璃量价齐升。**2020 年公司总体业务毛利率 46.54%, 同比提升 15 pct, Q4 毛利率 58.51%, 同比提升 23.7 pct, 环比提升 15.8 pct。其中光伏玻璃业务 2020 年实现营业收入 52.26 亿元, 同比增长 39.44%, 毛利率 49.4%, 同比提升 16.5 pct, 占整体营收比例 83.5%, 同比提升 5.5 pct, 同期光伏玻璃销量 1.85 亿平, 同比增长 19.2%。售价方面: 1) 2020H2 光伏装机需求旺盛, 光伏玻璃供应紧张是单位定价增加的主要原因, 光伏玻璃价格自 8 月起持续上涨, 12 月价格已达到历史高点, 3.2mm 市场均价 43 元/平, 涨幅 79.2%, 2.0mm 均价 35 元/平, 涨幅达 59.1%; 2) 组件双面率 2020 年大幅提高, 2.0mm 渗透率提升, 光伏玻璃薄片化会进一步提高单吨定价, 提升整体盈利水平。近期光伏玻璃价格回调, 相对 2020Q4 高点降幅 15%, 但龙头仍能凭借领先行业的成本控制能力, 保持较高盈利水平。

**规划未来产能快速扩张, 稳固行业领先地位。**公司是全球第二大光伏玻璃生产商, 市占率约 20%。截至报告期末, 公司光伏玻璃原片产能 6,400 t/d, 随着 2021 年 2 月安徽、越南两座窑炉同步点火, 3 月 30 日发布公告规划再建 6 座 1,200 t/d 原片窑炉, 公司目前已建成原片产能 8,400 t/d, 在建及规划中产能 16,800 t/d, 预计 2021、2022 年底产能将分别达到 12,200 t/d、18,200 t/d, 继续夯实龙头优势。此外公司看好双面双玻市场的长足发展, 公司规划于浙江省建设 4,200 万平方光伏背板玻璃项目, 快速抢占光伏背板玻璃市场。

**碳中和目标下光伏装机需求持续高涨, 光伏玻璃稳定出货。**2020 年完成光伏装机 48.2GW, 30·60 碳达峰碳中和的长期目标指引下, 预计“十四五”期间年均光伏装机将达 80GW, 2021 年约 60GW, 装机量同比增长 25%。竞、平价时代双面组件市场认可度提高, 2020 年组件双面率约 30%, 同比提升 16 pct, 预计 2025 年达到 60%以上, 在光伏行业 Beta 增长的基础上, 双面率提升提供了 Alpha 增量, 共同助推光伏玻璃需求量大幅提升。

**光伏玻璃经验技术壁垒高, 公司龙头地位稳固。**光伏玻璃行业在成本控制、价格与供应等方面存在典型的规模效应: 1) 光伏玻璃原片产线建设周期较长、初始投资额较高, 因此产能规模扩张较慢。2) 光伏玻璃认证周期长, 客户关系长期稳定。3) 玻璃生产的连续性很强、技术壁垒高, 头部厂商通过深厚的经验积累, 在竞争中具备成本和质量优势, 强者恒强。光伏玻璃下游客户主要有隆基股份、晶科能源、韩华集团、东方日升等海内外优质组件厂商, 为产能稳定放量提供保障。

**投资策略:**光伏装机规模高增+双面率持续提升保障光伏玻璃需求旺盛, 福莱特作为光伏玻璃领域龙头企业, 市占率稳居前二, 领先行业的优质产能扩张, 提升长期竞争力。我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 106.8 亿元、140.2 亿元和 188.2 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 26.7 亿元、30.6 亿元和 35.8 亿元, 每股收益分别为 1.25 元、1.42 元和 1.67 元, 对应 PE 分

评级 买入 (维持)

2021 年 03 月 30 日

贺朝晖

分析师

SAC 执业证书编号: S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

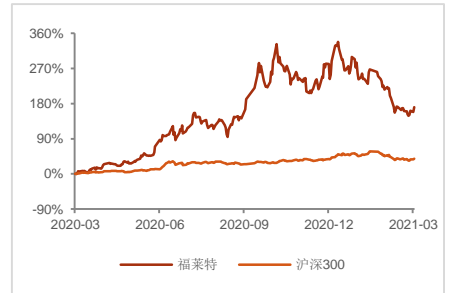
010-56931952

## 交易数据

时间 2021.03.30

总市值/流通市值 (亿元)	470.86/124.37
总股本 (万股)	169,619.33
资产负债率 (%)	41.02
每股净资产 (元)	3.52
收盘价 (元)	27.76
一年内最低价/最高价 (元)	10.15/46.64

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《福莱特季报点评: 业绩符合预期 产能扩张夯实龙头地位》2020-10-28
- 2、《福莱特公司深度研究: 光伏玻璃龙头景气中再次起航》2020-09-25
- 3、《福莱特半年报点评: 中报业绩超预期 光伏玻璃量价齐升》2020-08-06

别为 22.3、19.5、16.7 倍。给予“买入”评级。

**风险提示：**光伏装机不及预期、产线建设进度不及预期、原材料价格波动、光伏产业链其他环节产品价格波动

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,806.80	6,260.42	10,681.14	14,015.48	18,824.12
增长率 (%)	56.89%	30.24%	70.61%	31.22%	34.31%
归母净利润(百万)	717.24	1,628.78	2,674.80	3,057.31	3,578.29
增长率 (%)	76.09%	127.09%	64.22%	14.30%	17.04%
净资产收益率 (%)	15.89%	22.51%	24.02%	22.26%	21.33%
每股收益(元)	0.37	0.83	1.25	1.42	1.67
PE	75.03	33.45	22.27	19.49	16.65
PB	3.00	1.96	5.35	4.34	3.55

资料来源：公司财报、申港证券研究所

### 公司单季度财务指标

指标	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
主营收入(百万元)	1102.97	1345.92	1426.25	1203.09	1293.12	1520.37	2243.85
增长率 (%)	40.91%	69.17%	77.00%	29.13%	17.24%	12.96%	57.33%
毛利率 (%)	28.06%	33.23%	34.85%	39.88%	36.51%	42.69%	58.51%
期间费用率 (%)	13.35%	11.46%	14.18%	13.44%	13.38%	14.19%	15.60%
净利润(百万元)	152.20	246.10	209.72	215.17	245.64	350.93	817.05
增长率 (%)	33.05%	219.65%	78.58%	97.01%	61.39%	42.59%	289.59%
每股盈利(季度, 元)	0.08	0.13	0.11	0.11	0.13	0.18	0.40
资产负债率 (%)	49.11%	48.93%	51.95%	50.61%	53.20%	53.25%	41.02%
净资产收益率 (%)	3.72%	5.64%	4.65%	4.55%	4.69%	6.29%	11.29%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4807	6260	10681	14015	18824	流动资产合计	4453	5569	9677	12928	17465						
营业成本	3290	3347	6361	8845	12510	货币资金	613	1590	2500	3420	4593						
营业税金及附加	35	61	102	134	180	应收账款	1107	1388	2389	3134	4210						
营业费用	255	302	461	640	903	其他应收款	4	24	41	54	73						
管理费用	121	172	273	372	500	预付款项	93	363	743	1272	2020						
研发费用	204	285	313	345	379	存货	484	479	1331	1850	2617						
财务费用	53	142	146	198	262	其他流动资产	175	91	(61)	(175)	(341)						
资产减值损失	(15)	(72)	(36)	(18)	(9)	非流动资产合计	4940	6697	7889	9507	10545						
公允价值变动收益	(5)	1	(2)	(0)	(1)	长期股权投资	0	14	14	14	14						
投资净收益	7	6	6	6	6	固定资产	3071	3334	5040	6673	9724						
营业利润	846	1865	3064	3505	4104	无形资产	427	530	600	563	529						
营业外收入	17	13	15	15	15	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	0	4	2	2	2	其他非流动资产	269	603	0	0	0						
利润总额	863	1874	3077	3517	4117	资产总计	9392	12266	17566	22434	28010						
所得税	145	245	403	460	539	流动负债合计	4454	3331	4737	7008	9543						
净利润	717	1629	2675	3057	3578	短期借款	1316	617	1108	2235	3084						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	1855	1295	1787	2484	3514						
归属母公司净利润	717	1629	2675	3057	3578	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	1629	2902	3515	4108	4851	一年内到期的非流动负债	712	161	161	161	161						
EPS (元)	0.37	0.83	1.25	1.42	1.67	非流动负债合计	425	1700	1656	1656	1656						
主要财务比率						长期借款	282	1375	1375	1375	1375						
						应付债券	0	237	237	237	237						
成长能力						负债合计	4879	5031	6394	8664	11199						
营业收入增长	56.9%	30.2%	70.6%	31.2%	34.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	84.5%	120.5%	64.3%	14.4%	17.1%	实收资本(或股本)	488	510	2146	2146	2146						
归属于母公司净利润增长	64.2%	14.3%	64.2%	14.3%	17.0%	资本公积	839	2045	2045	2045	2045						
获利能力						未分配利润	2975	4450	6181	8262	10698						
毛利率(%)	31.6%	46.5%	40.4%	36.9%	33.5%	归属母公司股东权益合计	4513	7235	11135	13733	16774						
净利率(%)	14.9%	26.0%	25.0%	21.8%	19.0%	负债和所有者权益	9392	12266	17566	22434	28010						
总资产净利润(%)	7.6%	13.3%	15.2%	13.6%	12.8%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	15.9%	22.5%	24.0%	22.3%	21.3%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
偿债能力						经营活动现金流	510	1701	364	2450	2633						
资产负债率(%)	52.0%	41.0%	36.4%	38.6%	40.0%	净利润	717	1629	2675	3057	3578						
流动比率	1.00	1.67	2.04	1.84	1.83	折旧摊销	730	896	0	345	428						
速动比率	0.89	1.53	1.76	1.58	1.56	财务费用	53	142	146	198	262						
营运能力						应付账款减少	0	0	(1000)	(746)	(1075)						
总资产周转率	0.59	0.58	0.72	0.70	0.75	预收账款增加	0	0	0	0	0						
应收账款周转率	4.99	5.02	5.66	5.08	5.13	投资活动现金流	(1248)	(2374)	(1057)	(1999)	(1509)						
应付账款周转率	3.13	3.98	6.93	6.56	6.28	公允价值变动收益	(5)	1	(2)	(0)	(1)						
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.83	1.25	1.42	1.67	投资收益	7	6	6	6	6						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.11	1.36	0.42	0.43	0.55	筹资活动现金流	684	1369	1604	470	49						
每股净资产(最新摊薄)	9.26	14.18	5.19	6.40	7.82	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	75.03	33.45	22.27	19.49	16.65	普通股增加	38	23	1636	0	0						
P/B	3.00	1.96	5.35	4.34	3.55	资本公积增加	217	1206	0	0	0						
EV/EBITDA	9.35	5.16	15.44	14.64	12.34	现金净增加额	(54)	696	910	920	1173						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师简介

**贺朝晖**，所长助理，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7年能源行业工作经验，3年证券行业研究经验，2019年进门财经最具影响力分析师第3名，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

## 研究助理简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上