

分析师: 唐俊男

登记编码: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

量价齐升带动业绩高增, 光伏玻璃价格下行预期下关注公司市占率变化

——福莱特(601865)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2021-04-02)

发布日期: 2021年04月06日

收盘价(元)	27.42
一年内最高/最低(元)	46.64/10.61
沪深300指数	5161.56
市净率(倍)	8.19
流通市值(亿元)	122.85

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	3.52
每股经营现金流(元)	0.83
毛利率(%)	46.54
净资产收益率-摊薄(%)	22.51
资产负债率(%)	41.02
总股本/流通股(万股)	204124.88/42762.88
B股/H股(万股)	0/45000

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

公司发布2020年年报: 实现营业总收入62.60亿元, 同比增长30.24%; 归属于上市公司股东的净利润16.29亿元, 同比增长127.09%; 经营活动产生的现金流量净额17.01亿元, 同比增长233.43%; 加权平均净资产收益率29%, 同比提升12个百分点; 基本每股收益0.83元, 拟向股东每10股派发现金红利1.5元(含税)。

点评:

- **光伏玻璃量价齐升带动公司2020年业绩高增。**光伏玻璃建设投产周期相对较长, 2020年下半年光伏装机需求量大增以及双面玻璃市场渗透率提升等因素共同驱动公司光伏玻璃业务销售销量和售价齐升。2020年公司的光伏玻璃销售量1.85亿平方米, 同比增长19.17%; 平均销售价格28.26元/平米, 同比增长18.85%。成本端, 纯碱、石英砂、天然气和石油类燃料上半年保持低位, 下半年明显回升。全年原材料成本、制造费用、直接人工等生产成本较上年仅增长5.08%。因此, 光伏玻璃毛利率达49.41%, 同比大增16.54个百分点, 且盈利能力于四季度达到阶段性高点。
- **双玻市场渗透率提升, 光伏玻璃中长期市场广阔。**双玻光伏组件比单玻组件具有更高的发电量、生命周期更长、耐候性、耐磨性、耐腐蚀性更强, 其市场需求得到快速增长。2020年国内的光伏装机容量48.2GW, 同比增长60%; 尽管受疫情冲击, 但全球装机容量130GW, 同比增长13%。随着技术进步驱动电池片转换效率提升, 组件生产成本降低和地面光伏系统初始全投资成本的下降, 光伏电站平准化度电成本仍有较大下降空间。根据中国光伏行业协会预计, “十四五”期间, 我国光伏行业年均装机容量有望达70-90GW, 全球年均装机容量222-287GW, 旺盛的装机需求将带动光伏玻璃销量快速增长。
- **光伏玻璃价格高峰已过, 2021年产品销售增长由价增切换到量增逻辑。**根据PV Infolink的统计, 2020年3.2mm镀膜光伏玻璃和2.0mm光伏镀膜玻璃周平均销售最高价格分别达43、35元/平米。而2021年以来光伏玻璃、胶膜、银浆等辅材价格维持高位, 硅料价格大幅度上涨, 导致组件成本上升明显。组件厂上调出货价格降低开发商的投资回报率, 2021年第一季度市场需求相对平淡。组件厂下调开工率导致阶段性需求减

弱，而光伏玻璃新增产能释放，供需矛盾缓解。截至 2021 年 3 月 31 日，3.2mm 和 2.0mm 光伏玻璃平均价格分别降低至 28、22 元/平米。考虑到 2021 年信义光能、福莱特、旗滨集团、安彩高科、中电彩虹等公司在光伏玻璃行业的产能扩张，预计光伏玻璃价格将逐步回归到合理区间。“以量补价”将会成为相关公司收入增长的主要逻辑，而产品制成率高、质量稳定性强、成本控制力强的头部企业将会在降价过程中具备较强的成本优势和抗风险能力。

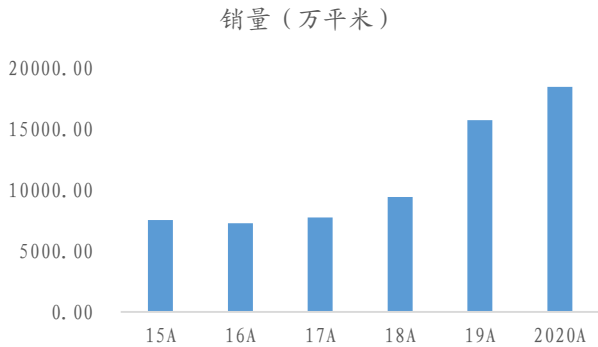
- **公司资本开支预期加大，产能扩张有望提升长期竞争力。**公司与信义光能在运产能占行业 55%，扩大产能规模是保持行业竞争地位的重要举措。2021 年公司光伏玻璃产能投放规模显著，其中，越南海防光伏玻璃生产基地 1000 吨日融化量窑炉于一季度点火投产，安徽二期 4 条日融化量 1200 吨的生产线将于全年投产（第一条已于一季度点火运营）。另外，公司自筹资金的安徽三期项目（5 座日融化量 1200 吨/天的光伏玻璃窑炉）处于建设中，预计于 2022 年陆续点火运营。相关资本开支 92.35 亿元，公司通过非公开发行股票、公开发行可转换债券、发行 H 股、银行借款等多种筹资方式融资。公司募投项目均为大窑炉生产线，具备生产效率高、成品率高和单位能耗低等特征，规模化生产降低生产成本，增强产品市场竞争力，提升市场份额。
- **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。**预计 2021、2022 年全面摊薄 EPS 分别为 1.03 元、1.37 元，按照 4 月 2 日 27.42 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 26.5 和 20.0 倍。公司作为国内光伏玻璃行业领先企业，生产制造经验优势和成本优势显著。中短期光伏玻璃价格面临一定的下行风险，但公司长期产能规划较为清晰，连续的产能扩张将显著提升供给能力，巩固市场地位，因此，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：下游装机需求不及预期；光伏玻璃价格下行风险；原材料价格上涨风险；汇率变动风险；资本开支增加，财务压力增加风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,807	6,260	9,314	13,661	16,243
增长比率(%)	56.9	30.2	48.8	46.7	18.9
净利润(百万元)	717	1,629	2,221	2,939	3,512
增长比率(%)	76.1	127.1	36.3	32.4	19.5
每股收益(元)	0.33	0.76	1.03	1.37	1.64
市盈率(倍)	82.0	36.1	26.5	20.0	16.8

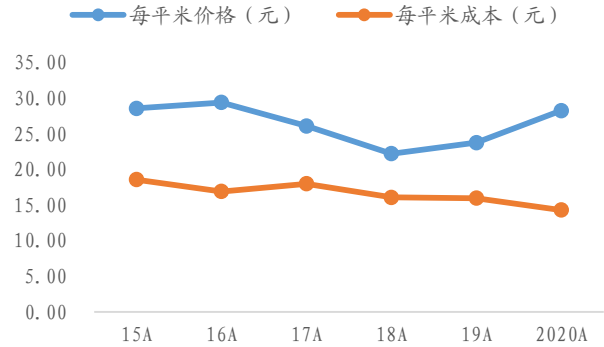
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司光伏玻璃销量



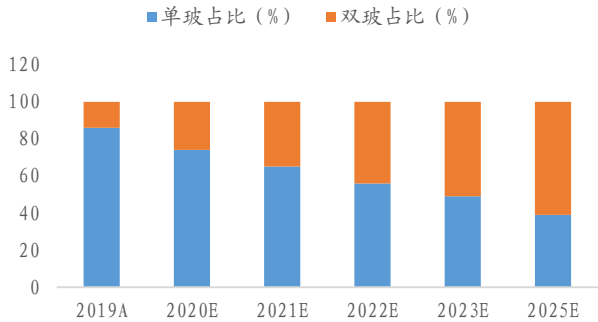
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 公司光伏玻璃平均销售价格和平均生产成本



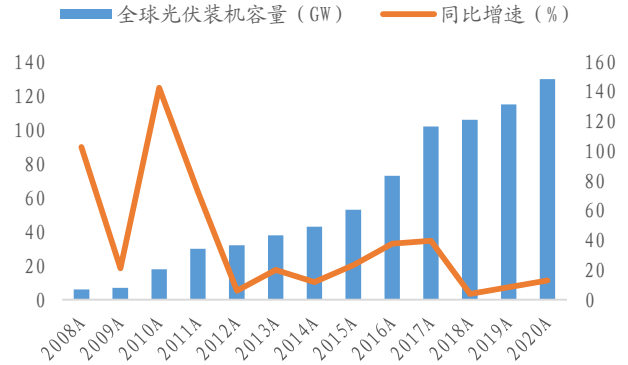
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 双面玻璃市场渗透率情况



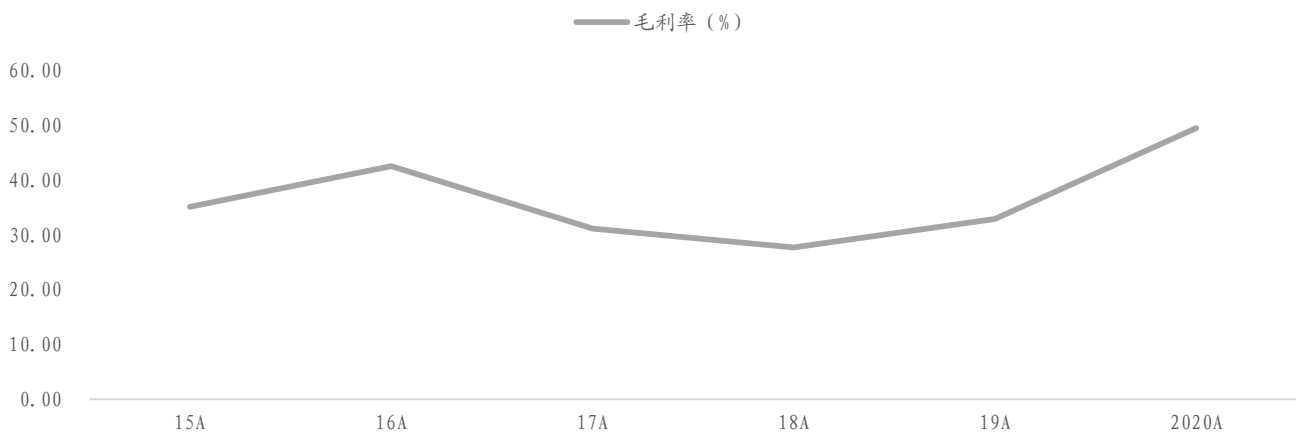
资料来源: 中国光伏行业协会, 中原证券

图 4: 全球光伏装机容量和同比增速



资料来源: 中国光伏行业协会, 中原证券

图 5: 公司光伏玻璃毛利率走势



资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4453	5569	15354	18533	22795
现金	613	1590	6426	6866	7678
应收票据及应收账款	3084	1935	6344	8424	11879
其他应收款	4	24	17	44	29
预付账款	93	363	316	680	504
存货	484	479	1073	1342	1528
其他流动资产	176	1177	1177	1177	1177
非流动资产	4940	6697	7317	8208	8733
长期投资	0	14	30	47	64
固定资产	3071	3334	3717	4080	4386
无形资产	427	530	747	1049	1187
其他非流动资产	1442	2819	2824	3033	3096
资产总计	9392	12266	22671	26741	31528
流动负债	4454	3331	7482	8660	10157
短期借款	1316	617	967	792	879
应付票据及应付账款	2193	2008	5701	6735	8042
其他流动负债	945	705	815	1133	1236
非流动负债	425	1700	1759	1873	1892
长期借款	282	1612	1671	1784	1803
其他非流动负债	143	89	89	89	89
负债合计	4879	5031	9241	10533	12049
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	488	510	2146	2146	2146
资本公积	839	2045	4461	4461	4461
留存收益	3169	4670	6839	9675	13083
归属母公司股东权益	4513	7235	13430	16209	19479
负债和股东权益	9392	12266	22671	26741	31528

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	510	1701	1703	2205	2221
净利润	717	1629	2221	2939	3512
折旧摊销	328	400	414	509	596
财务费用	53	142	150	160	167
投资损失	-7	-6	-8	-7	-7
营运资金变动	-715	-484	-1074	-1397	-2046
其他经营现金流	134	20	0	0	0
投资活动现金流	-1248	-2374	-1028	-1393	-1113
资本支出	1302	1950	604	874	508
长期投资	0	-468	-17	-17	-17
其他投资现金流	54	-893	-440	-535	-622
筹资活动现金流	684	1369	4160	-372	-296
短期借款	866	-699	349	-175	87
长期借款	-708	1330	59	114	19
普通股增加	38	23	1636	0	0
资本公积增加	217	1206	2415	0	0
其他筹资现金流	271	-491	-299	-311	-402
现金净增加额	-50	667	4836	440	812

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4807	6260	9314	13661	16243
营业成本	3290	3347	5396	8394	9974
营业税金及附加	35	61	91	133	158
营业费用	255	302	419	587	682
管理费用	121	172	256	376	447
研发费用	204	285	424	621	739
财务费用	53	142	150	160	167
资产减值损失	-15	-72	0	0	0
其他收益	30	25	28	27	27
公允价值变动收益	-5	1	0	0	0
投资净收益	7	6	8	7	7
资产处置收益	-7	-18	0	0	0
营业利润	846	1865	2614	3422	4110
营业外收入	17	13	0	0	0
营业外支出	0	4	2	3	3
利润总额	863	1874	2612	3419	4108
所得税	145	245	391	479	595
净利润	717	1629	2221	2939	3512
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	717	1629	2221	2939	3512
EBITDA	1266	2401	3154	4056	4832
EPS (元)	0.33	0.76	1.03	1.37	1.64

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	56.9	30.2	48.8	46.7	18.9
营业利润 (%)	84.5	120.5	40.2	30.9	20.1
归属母公司净利润 (%)	76.1	127.1	36.3	32.4	19.5
获利能力					
毛利率 (%)	31.6	46.5	42.1	38.6	38.6
净利率 (%)	14.9	26.0	23.8	21.5	21.6
ROE (%)	15.9	22.5	18.7	20.1	19.6
ROIC	11.3	18.0	15.9	17.6	17.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.0	41.0	40.8	39.4	38.2
净负债比率 (%)	38.9	11.7	-30.8	-28.3	-27.0
流动比率	1.0	1.7	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.8	1.2	1.8	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	2.5	2.3	1.9	1.6
应付账款周转率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.76	1.03	1.37	1.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	1.17	0.79	1.03	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	2.10	3.35	5.51	6.81	8.33
估值比率					
P/E	82.0	36.1	26.5	20.0	16.8
P/B	13.0	8.2	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	47.9	24.7	17.4	13.4	11.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。