

2021年一季报点评: Q1量利齐升, 主动降价肃清格局

2021年04月29日

买入 (维持)

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	2020A	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)	34.19	23.30	20.91	18.04

投资要点

- **21Q1实现归母净利润20.57亿元, 同增71%, 符合我们的预期:** 2021Q1实现营收20.57亿元, 同比+71.0%/-8.3%, 实现归母净利润8.38亿元, 同比+289.4%/2.5%。21Q1公司毛利率58.2%, 同比+18.36pct/-0.27pct, 同比大增主要是由于Q1光伏玻璃仍处于价格高位。
- **一季度高价延续, 量利双升:** 21Q1公司玻璃销量约5260万平, 同比+26%, 环比+8%, 毛利率约60%+, 同比+18pct, 单平米净利润约15元/平方米, 同比+8.5元/平方米, 环降1.8元/平方米。毛利率维持高位的原因在于: 1) 价格方面, 21年一季度玻璃供应紧缺的问题未有效缓解, 2.0mm/3.2mm玻璃价格维持在34/42元/平, 同比增长33%/+44%; 2) 结构方面, 公司Q1高毛利率的2.0mm玻璃占比30%以上, 同比提升19个百分点。
- **主动降价压缩毛利, 推动行业边际需求提升。** 4月初光伏玻璃主动降价, 目前公司2.0mm/3.2mm玻璃价格降至22/26元/平, 较年初分别下降35%/38%, 对应双玻/单玻组件分别降本0.06/0.10元/W, 大幅提振行业需求, 我们预计公司Q2销量7900万平, 毛利率40%左右, 全年看今年销量3.5亿平+, 同比90%左右, 全年平均毛利率维持30%+。
- **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, 受益于2.0玻璃产业化及光伏玻璃降价, 我们预计21年双玻再提速, 公司薄玻璃出货占比全年有望达40%; 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%, 我们预计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。
- **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吨产线公司预计于21年后陆续投产。我们预计到21年底公司光伏玻璃产能达12200吨/日, 同比+90%, 22年还将投产安徽三期项目5条1200吨窑炉, 23年后还将陆续投产浙江嘉兴2条1200吨和安徽凤阳4条1200吨窑炉, 龙头地位强化。
- **三费控制能力稳定:** 21Q1费用同比增长44.67%至2.34亿元, 期间费用率下降2.07个百分点至11.38%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+27.31%/+116.78%/+113.12%/-123.53%至0.89亿元、1.50亿元、0.93亿元、-0.05亿元; 费用率分别-1.48pct/+1.55pct/+0.89pct/-2.13pct至4.32%/7.31%/4.51%/-0.26%。其中管理费用、研发费用上升主要系股权激励、职工薪酬增加以及研发项目增加所致, 财务费用下降主要系利息费用减少和汇兑收益增加所致。
- **应收账款减少, 存货提升幅度较大:** 21Q1经营活动净现金流量净流入1.39亿元, 同比增长39.23%。期末预收款项1.24亿元, 较期初增加0.33亿元。期末应收账款10.37亿元, 较期初减少3.51亿元, 应收账款周转天数减少18.69天至53.07天。期末存货8.10亿元, 较期初增加3.31亿元。存货周转天数增加15.77天至67.57天。存货上升主要系越南项目和安徽二期项目投产导致原材料、在产品和产成品等增加所致。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持21-23年归母净利润预测23.91/26.64/30.87亿元, 同增46.78%/11.43%/15.87%, 对应21-23年EPS为1.11/1.24/1.44元。给予21年28倍PE, 目标价31.08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)	25.95
一年最低/最高价	12.04/46.64
市净率(倍)	5.16
流通 A 股市值(百万元)	11626.33

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	30.92
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): 2020 年年报点评: 20 年毛利率创历史新高, 产能扩张再加码》2021-03-30
- 2、《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
- 3、《福莱特 (601865) 三季报业绩点评 点评: 毛利率持续提升, 产能加码龙头强者恒强》2020-10-28

东吴证券研究所

21Q1 实现归母净利润 8.38 亿元，同增 289.4%，符合我们的预期：2021Q1 实现营收 20.57 亿元，同环比+71.0%/-8.3%，实现归母净利润 8.38 亿元，同环比+289.4%/2.5%。21Q1 公司毛利率 58.2%，同环比+18.36pct/-0.27pct，同比大增主要是由于 Q1 光伏玻璃仍处于价格高位。

表 1: 公司 21Q1 收入 20.57 亿元，同比增长 71.00%；归母净利润 8.38 亿元，同比增长 289.40%（亿元）

福莱特	2020 年	2019 年	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	环比
营业收入	62.60	48.07	30.2%	20.57	12.03	71.0%	22.44	-8.3%
毛利率	46.5%	31.6%	14.98pct	58.2%	39.9%	18.36pct	58.5%	-0.27pct
营业利润	18.65	8.46	120.5%	9.60	2.67	259.7%	8.74	9.9%
利润总额	18.74	8.63	117.2%	9.62	2.68	259.0%	8.77	9.7%
归属母公司净利润	16.29	7.17	127.1%	8.38	2.15	289.4%	8.17	2.5%
扣非归母净利润	16.19	6.88	135.4%	8.31	2.09	297.7%	8.26	0.5%
归母净利率	26.0%	14.9%	11.10pct	40.7%	17.9%	22.85pct	36.4%	4.32pct
股本	20.41	19.50	-	5.37	4.88	-	5.10	-
EPS	0.80	0.37	116.9%	1.56	0.44	253.8%	1.60	-2.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: 21Q1 收入 20.57 亿元，同比+71.00%（亿元）



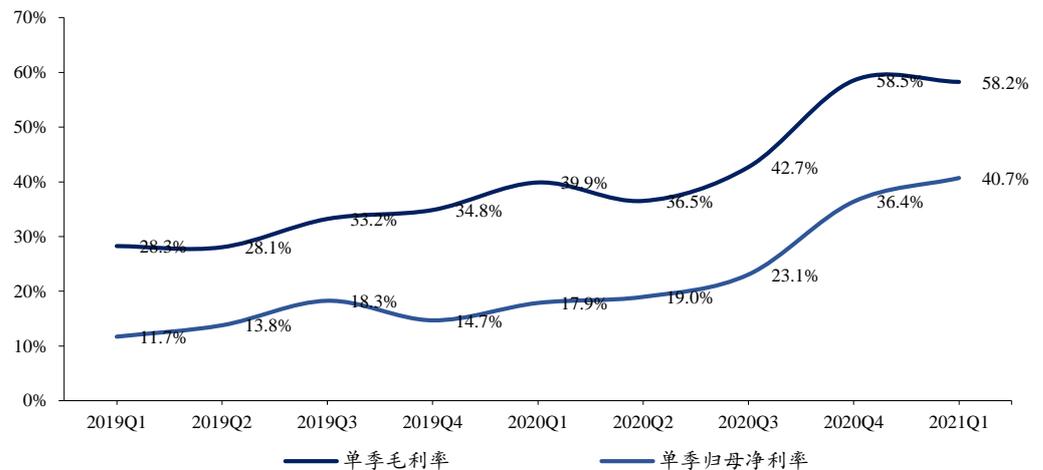
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 21Q1 归母净利润 8.38 亿元，同比+289.40%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

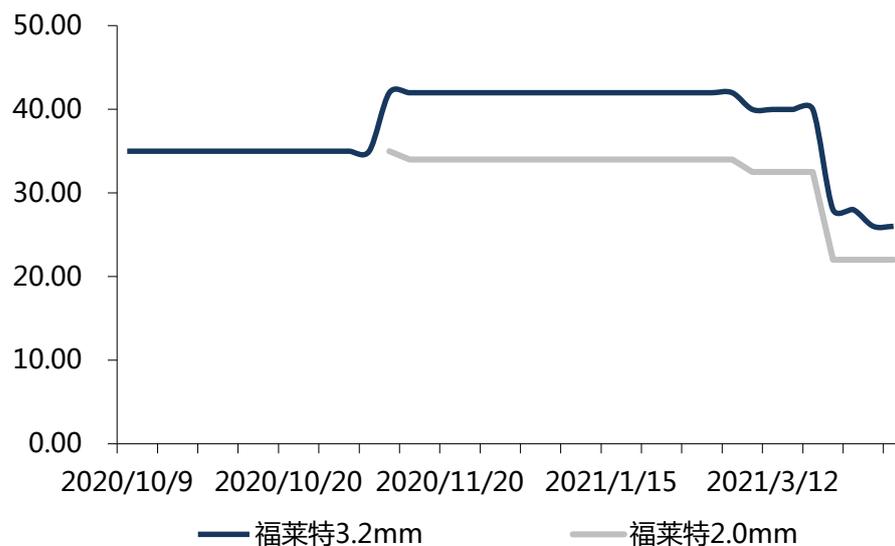
图 3: 21Q1 毛利率、净利率同比+18.36、+22.85pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

一季度高价延续, 量利双升: 21Q1 公司玻璃销量约 5260 万平, 同比+26%, 环比+8%, 毛利率约 60%+, 同比+18pct, 单平米净利润约 15 元/平方米, 同比+8.5 元/平方米, 环降 1.8 元/平方米。毛利率维持高位的原因在于: 1) 价格方面, 21 年一季度玻璃供应紧缺的问题未有效缓解, 2.0mm/3.2mm 玻璃价格维持在 34/42 元/平, 同比增长 33%/+44%; 2) 结构方面, 公司 Q1 高毛利率的 2.0mm 玻璃占比 30%以上, 同比提升 19 个百分点。

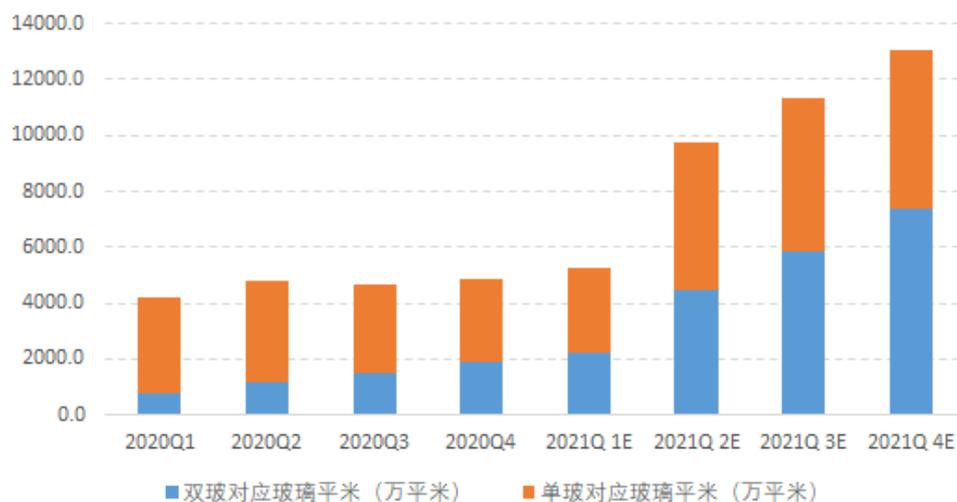
图 4: 公司 3.2mm 和 2.0mm 价格情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

主动降价压缩毛利，推动行业边际需求提升。4月初光伏玻璃主动降价，目前公司2.0mm/3.2mm玻璃价格降至22/26元/平，较年初分别下降35%/38%，对应双玻/单玻组件分别降本0.06/0.10元/W，大幅提振行业需求，我们预计公司Q2销量7900万平，毛利率40%左右，全年看今年销量3.5亿平+，同比90%左右，全年平均毛利率维持30%+。

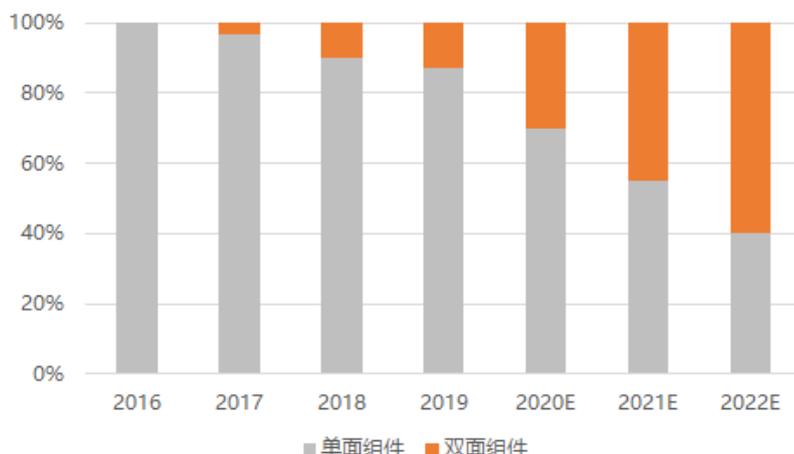
图 5: 光伏玻璃销量 (万平方米)



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，受益于2.0玻璃产业化及光伏玻璃降价，我们预计21年双玻再提速，公司薄玻璃出货占比全年有望达40%；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%，我们预计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 6: 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

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 吨产线公司预计于 21 年后陆续投产。我们预计到 21 年底公司光伏玻璃产能达 12200 吨/日, 同比 +90%, 22 年还将投产安徽三期项目 5 条 1200 吨窑炉, 23 年后还将陆续投产浙江嘉兴 2 条 1200 吨和安徽凤阳 4 条 1200 吨窑炉, 龙头地位强化。

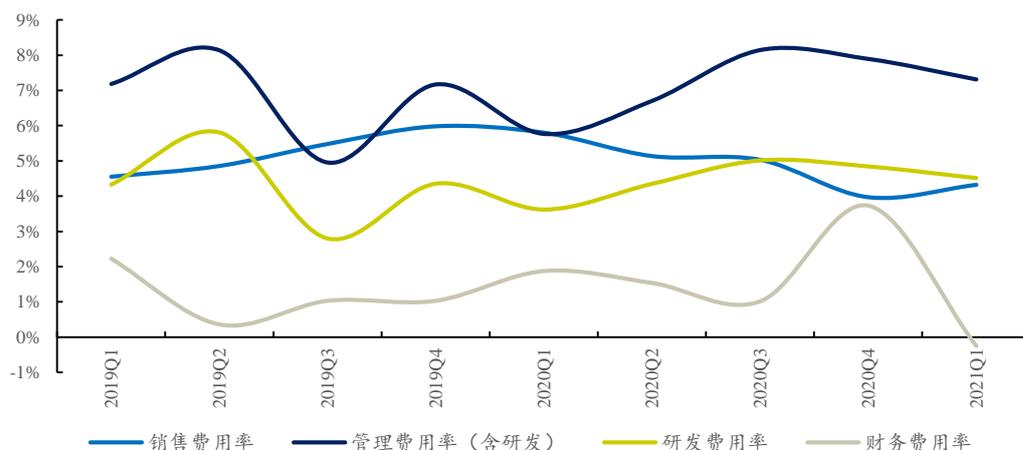
表 2: 公司产能及扩产情况 (吨)

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	21年陆续投产
安徽凤阳六线 (20年定增项目)					1200	1200	1200	
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	22年陆续投产
安徽凤阳十线						1200	1200	
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	未披露具体建设及投产时间
浙江嘉兴七线							1200	
安徽凤阳十三线							1200	
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

三费控制能力稳定：21Q1 费用同比增长 44.67%至 2.34 亿元，期间费用率下降 2.07 个百分点至 11.38%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +27.31%/+116.78%/+113.12%/-123.53%至 0.89 亿元、1.50 亿元、0.93 亿元、-0.05 亿元；费用率分别-1.48pct/+1.55 pct/+0.89 pct/-2.13 pct 至 4.32%/7.31%/4.51%/-0.26%。其中管理费用、研发费用上升主要系股权激励、职工薪酬增加以及研发项目增加所致，财务费用下降主要系利息费用减少和汇兑收益增加所致。

图 7：21Q1 期间费用率 11.38%，同比-2.07pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

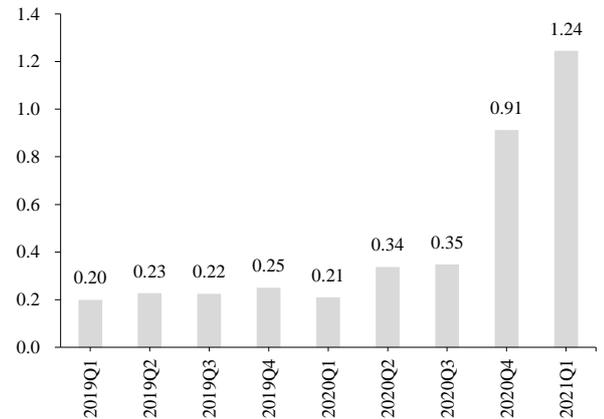
应收账款减少，存货提升幅度较大：21Q1 经营活动净现金流量净流入 1.39 亿元，同比增长 39.23%。期末预收款项 1.24 亿元，较期初增加 0.33 亿元。期末应收账款 10.37 亿元，较期初减少 3.51 亿元，应收账款周转天数减少 18.69 天至 53.07 天。期末存货 8.10 亿元，较期初增加 3.31 亿元。存货周转天数增加 15.77 天至 67.57 天。存货上升主要系越南项目和安徽二期项目投产导致原材料、在产品 and 产成品等增加所致。

图 8: 21Q1 现金净流出 1.39 亿元, 同比+39.23% (亿元)



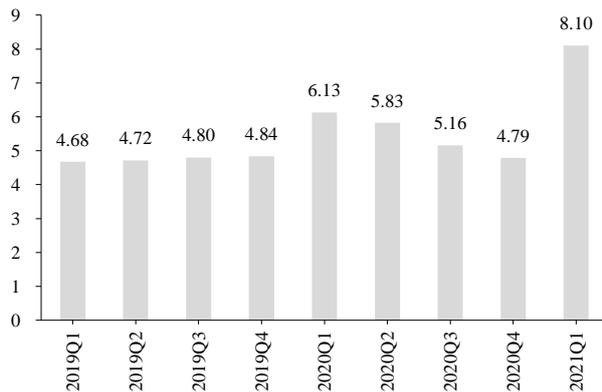
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 21Q1 期末预收款项 1.24 亿元, 同比+103.46% (亿元)



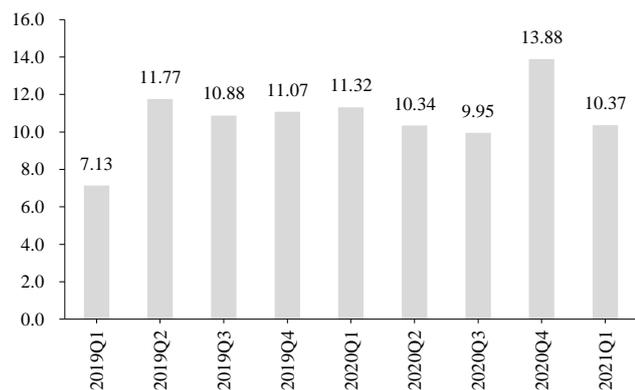
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 21Q1 期末存货 8.10 亿元, 较期初+3.31 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 21Q1 期末应收账款 10.37 亿元, 较期初-3.51 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们维持 21-23 年归母净利润预测 23.91/26.64/30.87 亿元, 同增 46.78%/11.43%/15.87%, 对应 21-23 年 EPS 为 1.11/1.24/1.44 元。给予 21 年 28 倍 PE, 目标价 31.08 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	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	资产减值损失	73.0	10.0	12.0	12.0
固定资产	5270.8	6297.0	7258.5	8208.5	加:投资净收益	5.7	10.0	12.0	14.4
在建工程					其他收益	-345.8	27.7	29.7	29.7
无形资产	529.6	511.9	494.3	476.6	营业利润	1864.9	2906.3	2921.7	3625.9
其他非流动资产	882.2	882.2	882.2	882.2	加:营业外净收支	9.0	18.0	18.0	18.0
资产总计	12265.8	16963.2	21691.6	25536.5	利润总额	1873.9	2924.3	2939.7	3643.9
流动负债	3330.8	6086.5	8651.2	9989.2	减:所得税费用	245.1	497.1	235.2	510.1
短期借款	778.2	1716.0	1695.6	3580.0	少数股东损益	0.0	36.4	40.6	47.0
应付账款	2008.2	4082.9	6033.6	5216.9	归属母公司净利润	1628.8	2390.8	2664.0	3086.7
其他流动负债	544.4	287.5	922.0	1192.3	EBIT	2439.6	2991.0	3033.3	3778.1
非流动负债	1700.3	1700.3	1700.3	1700.3	EBITDA	2837.8	3234.6	3372.3	4192.4
长期借款	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0					
其他非流动负债	325.2	325.2	325.2	325.2	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5031.1	7786.7	10351.5	11689.5	每股收益(元)	0.76	1.11	1.24	1.44
少数股东权益	0.0	29.1	61.6	99.2	每股净资产(元)	3.37	4.26	5.26	6.41
归属母公司股东权益	7234.7	9147.4	11278.5	13747.9	发行在外股份(百万股)	1954.6	2146.2	2146.2	2146.2
负债和股东权益	12265.8	16963.2	21691.6	25536.5	ROIC(%)	25.8%	23.3%	21.2%	19.8%
					ROE(%)	22.5%	26.1%	23.6%	22.5%
					毛利率(%)	46.5%	39.7%	33.1%	31.9%
					销售净利率(%)	26.0%	23.2%	18.4%	17.7%
					资产负债率(%)	41.0%	45.9%	47.7%	45.8%
					收入增长率(%)	30.2%	64.5%	40.2%	21.0%
					净利润增长率(%)	127.1%	46.8%	11.4%	15.9%
					P/E	34.19	23.30	20.91	18.04
					P/B	7.70	6.09	4.94	4.05
					EV/EBITDA	21.40	19.63	19.58	16.07

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>