

技术进步+原料储备+费用下降, 21Q3 盈利超预期
买入 (维持)

2021年10月21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 郭亚男

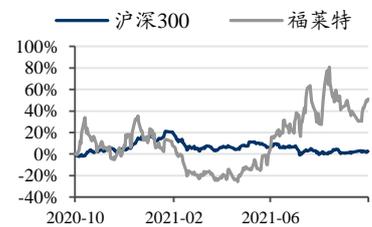
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,260	10,299	14,443	18,091
同比 (%)	30.24%	64.51%	40.23%	25.26%
归母净利润 (百万元)	1629	2391	3345	4067
同比 (%)	127.09%	46.78%	39.92%	21.58%
每股收益 (元/股)	0.76	1.11	1.56	1.89
P/E (倍)	71.18	48.49	34.66	28.50

投资要点

- 2021Q1-3 公司归母净利润 17.17 亿元, 同增 111.50%, 超市场预期: 公司发布 2021 年三季报, 2021Q1-3 实现营业收入 63.37 亿元, 同比增长 57.78%; 实现归母净利润 17.17 亿元, 同比增长 111.50%。其中 2021Q3, 实现营业收入 23.09 亿元, 同比增长 51.89%, 环比增长 17.14%; 实现归母净利润 4.56 亿元, 同比增长 29.89%, 环比增长 7.71%。Q1-3 毛利率为 42.09%, 同比上升 2.23pct, Q3 毛利率 31.70%, 同比下降 10.98pct, 环比下降 5.70pct。
- 技术进步+原材料储备+费用下降, 21Q3 玻璃盈利超市场预期: 我们预计公司 21Q1-3 销售 2.4-2.5 亿平, 同增 76-84%, 其中 Q3 出货 1.0-1.1 亿平, 同增 117-137%, 环增 11-22%。21 年 4 月玻璃企业主动降价刺激需求, 21Q3 公司 2.0mm/3.2mm 玻璃价格约 20.5/25 元/平米, 同时成本压力增大, 截止 10 月初纯碱价格快速上涨至 3500 元/吨, 较年初增长 138%。公司在价格下行、成本上涨中盈利保持较高水平, 我们测算 21Q3 单平米净利 3.4 元左右, 同比下降 52%, 环比下降 23%, 好于市场预期。
- 盈利底部已过, 价格提升带来盈利修复, 看好后续双玻+大尺寸带来结构性 α : 1) 双玻占比提升: 由于 21Q2 起玻璃价格大幅下降, 我们预计公司 Q3 双玻占比提升至 43%左右 (按吨数口径), 目前已提升至 50%左右, 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大, 毛利率更高, 将提升公司平均盈利能力; 2) 大尺寸占比提升: 21 年以来招投标项目中大尺寸占比 73%, 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 1-1.5 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。
- 产能如期扩张, 龙头地位强化: 2020 年底公司产能 6400 吨/日, 我们预计到 2021 年底公司光伏玻璃产能达 12200 吨/日, 同比+90%, 2022/2023 年产能分别达 18200/25400 吨/日, 龙头地位进一步强化。
- 股权激励方案落地, 覆盖范围广, 利于公司长期发展: 公司计划授予 594.79 万份股票期权, 占本激励计划草案公告时总股本 0.28%, 其中首次授予 535.31 万份, 占比 0.25%, 首次授予 289 人, 占总员工人数的 8.40%, 预留授予股票期权 59.48 万份, 占比 0.03%, 覆盖范围广。公司设立公司、个人层面考核, 要求: 公司 2021 年至 2026 年营业收入较 2020 年增长分别不低于 30%、90%、120%、180%、200%和 220%。
- 盈利预测与投资评级: 基于玻璃价格回升以及公司扩产顺利, 龙头地位巩固, 我们维持 2021-2023 年净利润预测 23.9/33.5/40.7 亿元, 同比+46.8%/+39.9%/+21.6%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 竞争加剧, 光伏政策超预期变化。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	49.90
一年最低/最高价	23.53/60.18
市净率 (倍)	9.82
流通 A 股市值 (百万元)	26621.31

基础数据

每股净资产 (元)	5.31
资产负债率 (%)	36.71
总股本 (百万股)	2146.89
流通 A 股 (百万股)	533.49

相关研究

- 1、《福莱特 (601865): 出货快速增长, 扩产巩固龙头地位》2021-08-10
- 2、《福莱特 (601865): 21H1 业绩预告点评: 盈利底部已现, 加速扩张加强龙头地位》2021-07-09
- 3、《福莱特 (601865): 2021 年一季度报点评: Q1 量利齐升, 主动降价肃清格局》2021-04-29

1 / 8

东吴证券研究所

2021Q1-3 公司归母净利润 17.17 亿元，同增 111.50%，超市场预期。公司发布 2021 年三季报，2021Q1-3 实现营业收入 63.37 亿元，同比增长 57.78%；实现归母净利润 17.17 亿元，同比增长 111.50%。其中 2021Q3，实现营业收入 23.09 亿元，同比增长 51.89%，环比增长 17.14%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比增长 29.89%，环比增长 7.71%。Q1-3 毛利率为 42.09%，同比上升 2.23pct，Q3 毛利率 31.70%，同比下降 10.98pct，环比下降 5.70pct。

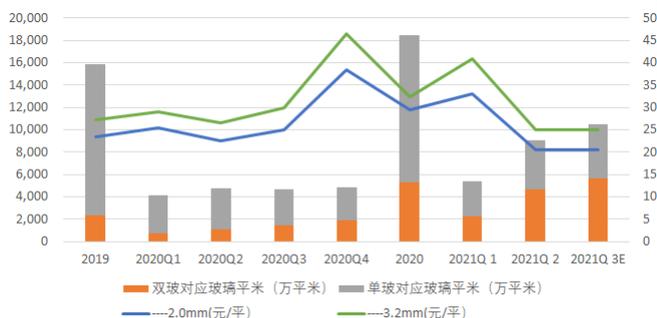
表 1: 2021Q1-3 收入 63.37 亿元，同比增长 57.78%；盈利 17.17 亿元，同比增长 111.50% (亿元，%)

福莱特	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入	63.37	40.17	57.8%	23.09	15.20	51.9%	19.71	17.1%
毛利率	42.1%	39.9%	2.2pct	31.7%	42.7%	-11.0pct	37.4%	-5.7pct
营业利润	19.45	9.91	96.2%	5.01	4.29	16.9%	4.83	3.8%
利润总额	19.48	9.97	95.3%	5.02	4.32	16.3%	4.84	3.7%
归属母公司净利润	17.17	8.12	111.5%	4.56	3.51	29.9%	4.23	7.7%
扣非归母净利润	16.83	7.93	112.2%	4.46	3.41	30.8%	4.07	9.6%
归母净利率	27.1%	20.2%	6.9pct	19.7%	23.1%	-3.3pct	21.5%	-1.7pct
股本	5.37	19.55	-	5.37	19.55	-	5.37	-
EPS	3.20	0.42	670.2%	0.85	0.18	373.0%	0.79	7.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

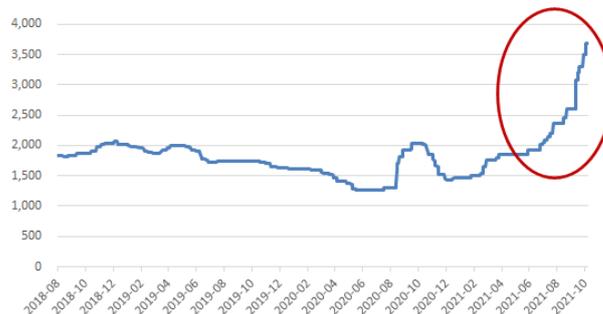
技术进步+原材料储备+费用下降，21Q3 玻璃盈利超市场预期：根据公司产能投放节奏，我们预计公司 21Q1-3 销售 2.4-2.5 亿平，同增 76-84%，其中 Q3 出货 1.0-1.1 亿平，同增 117-137%，环增 11-22%。21 年 4 月玻璃企业主动降价刺激需求，21Q3 公司 2.0mm/3.2mm 玻璃价格约 20.5/25 元/平米，同时成本压力增大，截止 10 月初纯碱价格快速上涨至 3500 元/吨，较年初增长 138%。公司在价格下行、成本上涨中盈利保持较高水平，我们测算 21Q3 单平米净利 3.4 元左右，同比下降 52%，环比下降 23%，好于市场预期。主要原因：1) 技术降本：公司对光伏玻璃工艺理解深刻，以技术改进抵消部分成本上涨；2) 原材料储备：公司预付款由 21Q2 末的 3.66 亿元上涨至 21Q3 末的 12.01 亿元，我们预计公司提前进行原材料库存储备，平滑部分成本上涨，目前 Q4 纯碱价格仍呈上涨态势，公司仍将受益于低价原料储备；3) 费用率和所得税下降：费用控制能力强，期间费用率下降 1.59pct，越南产能释放带来所得税率由 21Q2 的 12.8%环比下降至 21Q3 的 9.2%。

图 1: 公司单季度出货及价格情况 (万平方米, 元/平)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

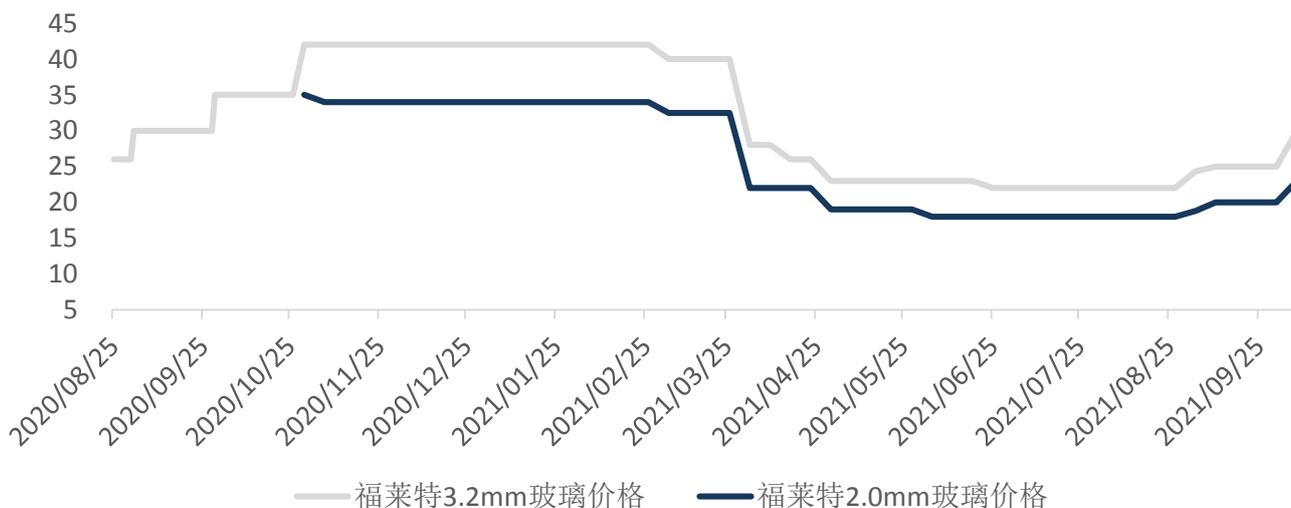
图 2: 今年以来重质纯碱价格持续上涨 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利底部已过，价格提升带来盈利修复，看好后续双玻+大尺寸带来结构性 α ：因组件排产环比提升，9 月初玻璃价格开始上涨，截至 21 年 10 月初 2.0mm/3.2mm 玻璃价格涨至 23/30 元/平米，我们计算单平米盈利约为 4 元左右，较 Q3 低点有所修复。后续看好后续双玻+大尺寸带来结构性 α ：1) 双玻占比提升：由于 21Q2 起玻璃价格大幅下降，我们预计公司 Q3 双玻占比提升至 43% 左右（按吨数口径），目前已提升至 50% 左右，2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，毛利率更高，将提升公司平均盈利能力；2) 大尺寸占比提升：21 年以来招投标项目中大尺寸占比 73%，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 1~1.5 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 3: 福莱特玻璃价格 (元/平)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

产能如期扩张，龙头地位强化：2020 年底公司产能 6400 吨/日，2021Q1 新增越南二线 1000 吨/日和凤阳四线 1200 吨/日，2021Q2 和 Q3 新增凤阳五线 1200 吨/日和凤阳六线 1200 吨/日，截至 2021 年 10 月初公司产能达 11200 吨/日（已扣除嘉兴冷修 600 吨/日），另规划一条 1200 吨产线于 2021 年 Q4 投产。我们预计到 2021 年底公司光伏玻璃产能达 12200 吨/日，同比+90%。2022 年还将投产安徽三期项目 5 条 1200 吨/日窑炉和浙江 1 条 1200 吨/日窑炉，2023 年后还将陆续投产浙江 1 条 1200 吨/日和安徽 4 条 1200 吨/日窑炉，2022/2023 年产能分别达 18200/25400 吨/日，龙头地位进一步强化。

表 2：公司玻璃产能扩产计划（吨/日）

	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年年底完成
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	21Q2进行冷修
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	20Q4点火投产
越南二线					1000	1000	1000	21Q1点火投产
安徽凤阳四线（19年转债项目）					1200	1200	1200	21Q1点火投产
安徽凤阳五线（19年转债项目）					1200	1200	1200	21Q2点火投产
安徽凤阳六线（20年定增项目）					1200	1200	1200	21Q3点火投产
安徽凤阳七线（20年定增项目）					1200	1200	1200	21Q4点火投产
安徽凤阳八线						1200	1200	22年陆续投产
安徽凤阳九线						1200	1200	
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	23Q1点火投产
浙江嘉兴七线							1200	
安徽凤阳十三线							1200	未披露具体建设时间
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：Wind，东吴证券研究所

股权激励方案落地，覆盖范围广，利于公司长期发展。公司计划授予 594.79 万份股票期权，占本激励计划草案公告时总股本 0.28%，其中首次授予 535.31 万份，占比 0.25%，首次授予 289 人，占总员工人数的 8.40%，预留授予股票期权 59.48 万份，占比 0.03%，覆盖范围广。公司设立公司、个人层面考核，要求：公司 2021 年至 2026 年营业收入较 2020 年增长分别不低于 30%、90%、120%、180%、200%和 220%。该业绩指标对未来发展具有一定挑战性，该指标一方面有助于提升公司竞争能力以及调动员工的工作积极性，另一方面，能聚焦公司未来发展战略方向，稳定经营目标的实现。确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、更持久的回报。

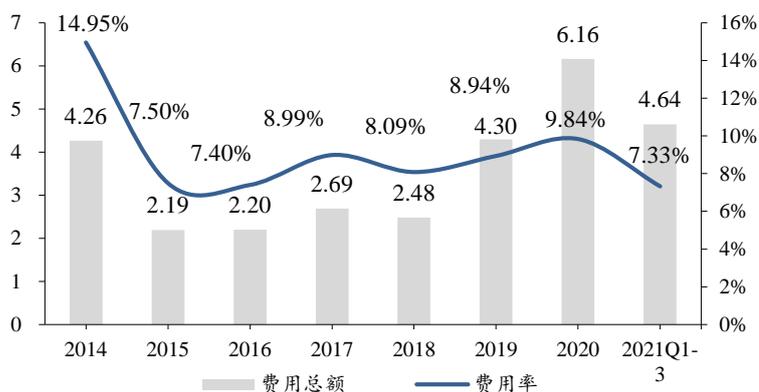
表 3: 公司股权激励考核目标

考核层面	解除限制安排	解除限售日期	预计解除限售比例	业绩考核目标	
2021年A股股票期权激励计划	公司层面	首次授予的限制性股票第一个解除限售期	12个月-24个月	20%	2021年营业收入增长率不低于30%
		首次授予的限制性股票第二个解除限售期	24个月-36个月	20%	2022年营业收入增长率不低于90%
		预留的限制性股票第一个解除限售期	12个月-24个月	20%	2022年营业收入增长率不低于90%
		首次授予的限制性股票第三个解除限售期	36个月-48个月	20%	2023年营业收入增长率不低于120%
		预留的限制性股票第二个解除限售期	24个月-36个月	20%	2023年营业收入增长率不低于120%
		首次授予的限制性股票第四个解除限售期	48个月-60个月	20%	2024年营业收入增长率不低于180%
		预留的限制性股票第三个解除限售期	36个月-48个月	20%	2024年营业收入增长率不低于180%
		首次授予的限制性股票第五个解除限售期	60个月-72个月	20%	2025年营业收入增长率不低于200%
		预留的限制性股票第四个解除限售期	48个月-60个月	20%	2025年营业收入增长率不低于200%
		预留的限制性股票第五个解除限售期	60个月-72个月	20%	2026年营业收入增长率不低于220%
个人层面	激励对象 个人考核评价结果分为“合格”、“不合格”两个等级。 如果公司层面业绩考核达标，激励对象当年实际行权的股票期权数量=个人当年计划行权的股票数量*个人层面可行权比例				

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

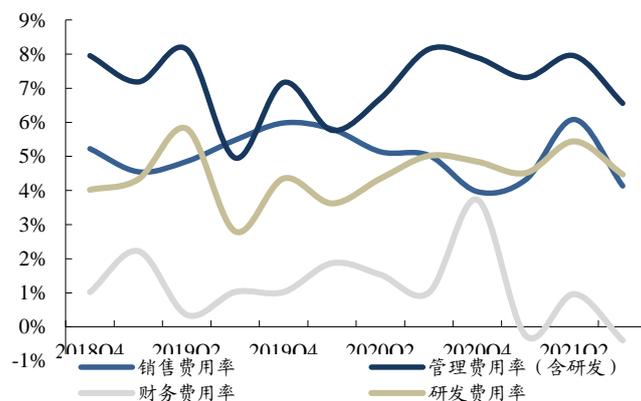
三费用控制能力强, 期间费用率下降 1.59pct, 超市场预期。公司 2021Q1-3 费用同比增长 24.03%至 4.64 亿元, 期间费用率下降 1.59 个百分点至 12.11%, 超市场预期。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 43.06%、上升 63.84%、上升 72.26%、下降 92.00%至 3.04 亿元、4.59 亿元、3.03 亿元、0.05 亿元; 费用率分别下降 0.49、上升 0.27、上升 0.4、下降 1.36 个百分点至 4.80%、7.24%、4.78%、0.07%。Q3, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+24.90%/+22.27%/+35.36%/-159.26%, 费用率分别为 4.14%/6.56%/4.47%/-0.39%。

图 4: 2021Q1-3 期间费用 4.64 亿元, 同比+232.96% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

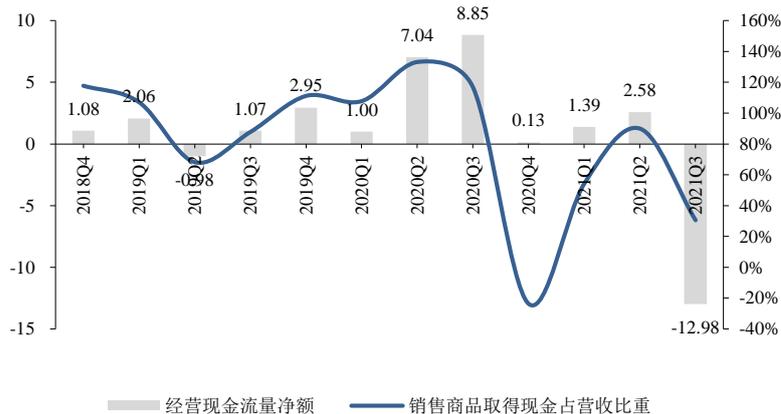
图 5: 2021Q3 期间费用率 10.30%, 同比-3.89pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

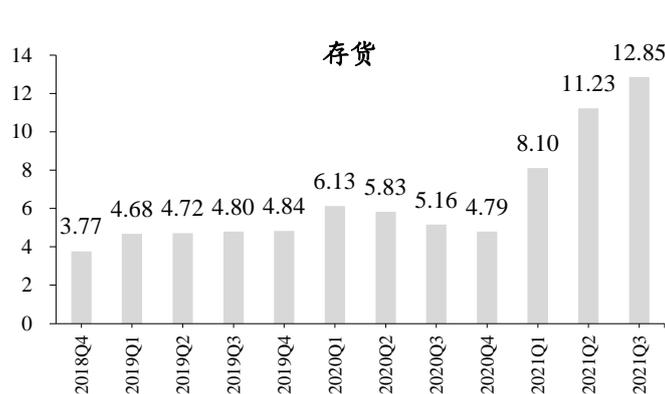
存货有所上升，经营现金流下降。2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 9.00 亿元，同比下降 153.32%，其中 Q3 经营活动现金流量净额-12.98 亿元；销售商品取得现金 35.92 亿元，同比下降 25.09%。期末预收款项 2.2 亿元，比期初下降 53.51%。期末应收账款 11.71 亿元，较期初增长 0.61 亿元，应收账款周转天数下降 1.3 天至 54.52 天。期末存货 12.85 亿元，同比上升 7.69 亿元；存货周转天数下降 4 天至 64.92 天，或是进行原材料库存储备所致。

图 6: 2021Q3 现金净流出-12.98 亿元，同比-246.67% (亿元, %)



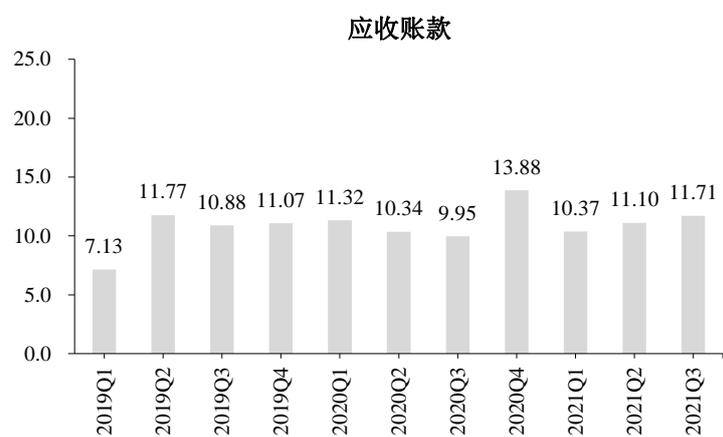
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021Q3 期末存货 12.85 亿元，同比+7.69 亿元 (亿元)



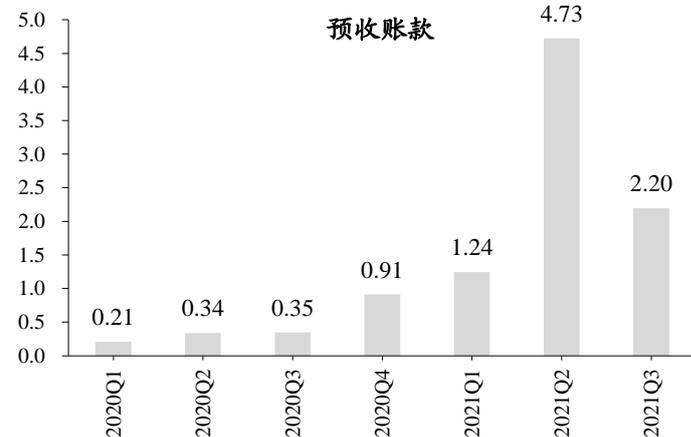
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 21Q3 期末应收账款 11.71 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021Q3 期末预收款项 2.2 亿元，同比+530.91% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于玻璃价格回升以及公司扩产顺利，龙头地位巩固，我们维持 2021-2023 年净利润预测 23.9/33.5/40.7 亿元，同比+46.8%/+39.9%/+21.6%，维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧，光伏政策超预期变化。

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	16412.6	营业收入	6260.4	10299.3	14442.9	18090.9
现金	1590.0	962.0	1055.0	1202.3	减:营业成本	3346.6	6209.5	9659.1	12306.5
应收账款	1959.4	6207.8	8705.3	10904.1	营业税金及附加	61.1	120.4	144.4	180.9
存货	479.4	850.6	1323.2	1685.8	营业费用	301.9	607.7	577.7	542.7
其他流动资产	1540.5	1223.9	1931.4	2620.4	管理费用	204.3	388.4	306.5	289.0
非流动资产	6696.5	7718.9	8676.7	9622.9	财务费用	141.5	104.7	123.3	141.4
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
无形资产	529.6	511.9	494.3	476.6	其他收益	-345.8	27.7	29.7	29.7
其他非流动资产	882.2	882.2	882.2	882.2	营业利润	1864.9	2906.3	3673.5	4674.3
资产总计	12265.8	16963.2	21691.6	26035.6	加:营业外净收支	9.0	18.0	18.0	18.0
流动负债	3330.8	6086.5	8097.9	9138.5	利润总额	1873.9	2924.3	3691.5	4692.3
短期借款	778.2	1716.0	1201.5	2587.3	减:所得税费用	245.1	497.1	295.3	563.1
应付账款	2008.2	4082.9	6033.6	5394.6	少数股东损益	0.0	36.4	50.9	61.9
其他流动负债	544.4	287.5	862.8	1156.5	归属母公司净利润	1628.8	2390.8	3345.3	4067.3
非流动负债	1700.3	1700.3	1700.3	1700.3	EBIT	2439.6	2991.0	3772.8	4789.4
长期借款	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	EBITDA	2837.8	3234.6	4111.7	5203.7
其他非流动负债	325.2	325.2	325.2	325.2					
负债合计	5031.1	7786.7	9798.1	10838.7	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.0	29.1	69.9	119.4	每股收益(元)	0.76	1.11	1.56	1.89
归属母公司股东权益	7234.7	9147.4	11823.6	15077.4	每股净资产(元)	3.37	4.26	5.51	7.02
负债和股东权益	12265.8	16963.2	21691.6	26035.6	发行在外股份(百万股)	1954.6	2146.9	2146.9	2146.9
					ROIC(%)	25.8%	23.3%	26.3%	25.4%
					ROE(%)	22.5%	26.1%	28.3%	27.0%
					毛利率(%)	46.5%	39.7%	33.1%	32.0%
					销售净利率(%)	26.0%	23.2%	23.2%	22.5%
					资产负债率(%)	41.0%	45.9%	45.2%	41.6%
					收入增长率(%)	30.2%	64.5%	40.2%	25.3%
					净利润增长率(%)	127.1%	46.8%	39.9%	21.6%
					P/E	71.18	48.49	34.66	28.50
					P/B	16.02	12.67	9.81	7.69
					EV/EBITDA	42.62	38.25	30.58	24.36

数据来源: Wind, 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](http://www.dwzq.com.cn)