

事件点评：福莱特扩产加码跃居龙头，布局上游资源巩固成本优势

2022年03月03日

买入（首次）

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

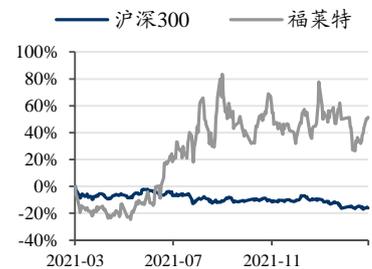
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,260	9,942	14,675	20,303
同比（%）	30.24%	58.80%	47.61%	38.35%
归母净利润（百万元）	1629	2199	3014	4009
同比（%）	127.09%	35.01%	37.06%	33.03%
每股收益（元/股）	0.80	1.02	1.40	1.87
P/E（倍）	50.00	48.17	35.14	26.42

投资要点

- **事件：**1) 2022-2023 年公司在南通投资 60 亿元建设 6 座日熔化量 1200 吨光伏玻璃产能；2) 收购凤砂集团大华矿业和三力矿业 100% 股权已完成工商变更登记，交易总价款 33.4 亿元。
- **加速产能扩张，强化龙头地位：**公司计划 2022-2023 年在南通投资 60 亿元建设 6 座日熔化量 1200 吨光伏玻璃产能，分两期完成，一期 4 座 1200 吨将于 2023 年底前建成投产。2021 年底公司产能 12200 吨/日（其中嘉兴 600 吨/日产能在冷修），2022Q1 公司将投产浙江嘉兴 2 座 1200 吨/日产能，2022Q2-Q4 陆续投产安徽凤阳 5 座 1200 吨/日窑炉，2023 年计划继续投产 8 座 1200 吨/日窑炉，我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/30200 吨/日，同增 69%/47%。
- **需求旺盛+天然气价格上涨，玻璃涨价向下游传导。**2021Q4 因国内地面电站未出现明显抢装，3.2mm/2.0mm 玻璃价格回落至 25/19.2 元/平米，2022 年 3 月初玻璃价格开始上涨 1-2 元，原因：1) 国内分布式和海外抢装需求超市场预期，行业需求旺盛；2) 2022Q1 国际关系变化，国内天然气价格上涨，玻璃涨价向下游传导成本压力。
- **低价收购石英砂矿，提高自供比例和成本控制能力：**公司以 76 元/吨价格收购大华矿业 1506.26 万吨和三力矿业 2880.23 万吨石英砂矿，已完成工商变更登记。1) 石英砂的品质和价格是玻璃环节竞争核心要素之一，公司收购石英砂矿可提高自给率和保供能力；2) 考虑清洗和加工后，石英砂自供成本为 100-120 元/吨，大幅低于市场价，我们测算自供部分可节约成本 2 元/平方米，龙头地位进一步强化。
- **盈利预测与投资评级：**基于 2021 年玻璃价格波动以及近期大额资本开支，我们下调 2021-2023 年盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 22.0/30.1/40.1 亿元（前值为 23.9/33.5/40.7 亿元），同比 +35.0%/+37.1%/+33.0%，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.02/1.40/1.87 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，市场竞争加剧，资产收购不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.34
一年最低/最高价	23.53/60.18
市净率(倍)	9.30
流通 A 股市值(百万元)	83508.60

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)	1692.51

相关研究

- 1、《福莱特 (601865)：技术进步+原料储备+费用下降，21Q3 盈利超预期》2021-10-21
- 2、《福莱特 (601865)：出货快速增长，扩产巩固龙头地位》2021-08-10
- 3、《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

事件: 1) 2022-2023 年公司在南通投资 60 亿元建设 6 座日熔化量 1200 吨光伏玻璃产能; 2) 收购凤砂集团大华矿业和三力矿业 100% 股权已完成工商变更登记, 交易总价款 33.4 亿元。

加速产能扩张, 强化龙头地位: 公司计划 2022-2023 年在南通投资 60 亿元建设 6 座日熔化量 1200 吨光伏玻璃产能, 分两期完成, 一期 4 座 1200 吨将于 2023 年底前建成投产。2021 年底公司产能 12200 吨/日 (其中嘉兴 600 吨/日产能在冷修), 2022Q1 公司将投产浙江嘉兴 2 座 1200 吨/日产能, 2022Q2-Q4 陆续投产安徽凤阳 5 座 1200 吨/日窑炉, 2023 年计划继续投产 8 座 1200 吨/日窑炉, 我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/30200 吨/日, 同增 69%/47%。

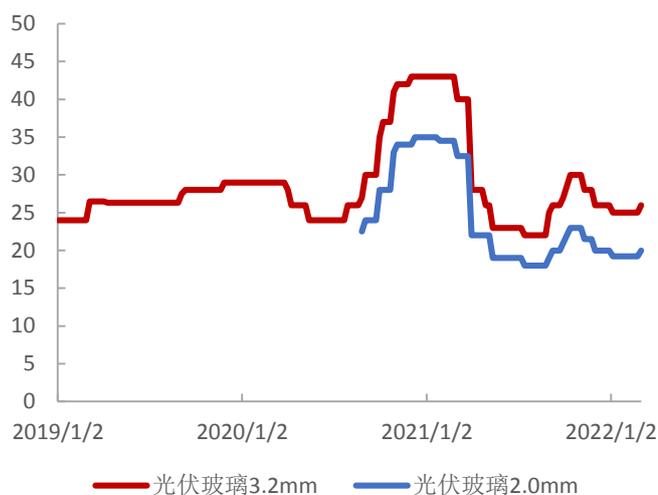
表 1: 公司玻璃产能扩产计划 (吨/日)

	2017年	2018年	2019年年底	2020年年底	2021年底E	2022年底E	2023年底E	2024年底E
浙江嘉兴一线	300	300	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴二线	300	300	--	--	--	--	--	--
浙江嘉兴三线	600	600	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴四线	600	600	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴五线	600	600	600	600	600	600	600	600
安徽凤阳一线	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳二线		1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳三线			1000	1000	1000	1000	1000	1000
越南一线				1000	1000	1000	1000	1000
越南二线					1000	1000	1000	1000
安徽凤阳四线 (19年转债项目)					1200	1200	1200	1200
安徽凤阳五线 (19年转债项目)					1200	1200	1200	1200
安徽凤阳六线 (20年定增项目)					1200	1200	1200	1200
安徽凤阳七线 (20年定增项目)					1200	1200	1200	1200
浙江嘉兴六线						1200	1200	1200
浙江嘉兴七线						1200	1200	1200
安徽凤阳八线						1200	1200	1200
安徽凤阳九线						1200	1200	1200
安徽凤阳十线						1200	1200	1200
安徽凤阳十一线						1200	1200	1200
安徽凤阳十二线						1200	1200	1200
安徽凤阳十三线							1200	1200
安徽凤阳十四线							1200	1200
安徽凤阳十五线							1200	1200
安徽凤阳十六线							1200	1200
江苏南通一线							1200	1200
江苏南通二线							1200	1200
江苏南通三线							1200	1200
江苏南通四线							1200	1200
江苏南通五线								1200
江苏南通六线								1200
名义产能	3400	4400	5400	6400	12200	20600	30200	32600
同比增速		29%	23%	19%	91%	69%	47%	8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

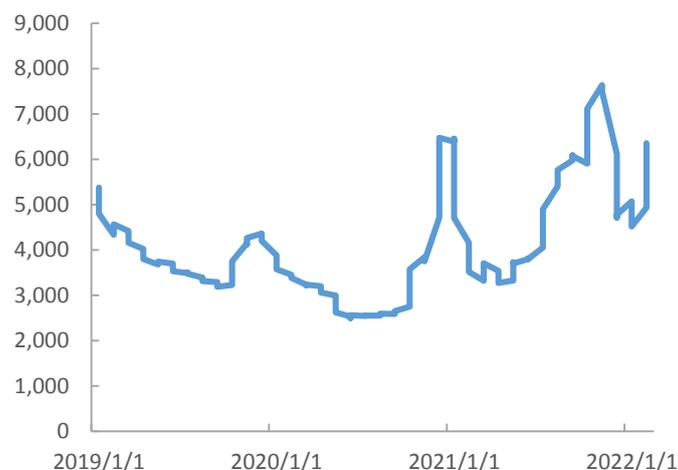
需求旺盛+天然气价格上行, 玻璃涨价向下游传导。 2021Q4 因国内地面电站未出现明显抢装, 3.2mm/2.0mm 玻璃价格回落至 25/19.2 元/平米, 2022 年 3 月初玻璃价格开始上涨 1-2 元, 原因: 1) 国内分布式和海外抢装需求超市场预期, 行业需求旺盛; 2) 2022Q1 国际关系变化, 国内天然气价格上涨, 玻璃涨价向下游传导成本压力。

图 1: 玻璃市场价格 (元/平)



数据来源: Pvinfolink, 东吴证券研究所

图 2: 液化天然气市场价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

低价收购石英砂矿, 提高自供比例和成本控制能力: 公司以 76 元/吨价格收购大华矿业 1506.26 万吨和三力矿业 2880.23 万吨石英砂矿, 已完成工商变更登记。1) 石英砂的品质和价格是玻璃环节竞争核心要素之一, 公司收购石英砂矿可提高自给率和保供能力; 2) 考虑清洗和加工后, 石英砂自供成本为 100-120 元/吨, 大幅低于市场价, 我们测算自供部分可节约成本 2 元/平方米, 龙头地位进一步强化。

表 2: 公司收购的风砂集团大华矿业和三力矿业拥有丰富的石英岩矿资源储量

相关企业	受让股权	可开采储量 (万吨)	生产规模 (万吨/年)	备注
大华矿业	100%	1506.26	50	正在办理生产规模由 50 万吨/年变更为 260 万吨/年的扩产手续
三力矿业	100%	2880.23	190	正在办理生产规模由 190 万吨/年变更为 400 万吨/年的扩产手续

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于 2021 年玻璃价格波动以及近期大额资本开支, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 22.0/30.1/40.1 亿元 (前值为 23.9/33.5/40.7 亿元), 同比+35.0%/+37.1%/+33.0%, 对应 2021-2023 年 EPS 为 1.02/1.40/1.87 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 市场竞争加剧, 资产收购不及预期等。

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5569	7651	10522	14612	营业收入	6,260	9,942	14,675	20,303
现金	1590	2160	2847	4196	减:营业成本	3,347	6,288	9,646	13,806
应收账款	1388	2205	3254	4503	营业税金及附加	61	70	95	122
存货	479	901	1382	1978	营业费用	302	447	631	812
其他流动资产	2112	2385	3039	3936	管理费用	172	249	389	467
非流动资产	6,697	8,650	11,123	14,181	研发费用	285	418	616	812
长期股权投资	14	21	31	40	财务费用	142	74	-23	-52
固定资产	3,334	3,851	4,295	4,647	资产减值损失	72	43	43	43
在建工程	1,937	3,238	4,928	7,126	加:投资净收益	6	15	15	20
无形资产	530	632	900	1368	其他收益	-3	41	59	81
其他非流动资产	882	909	968	1,000	资产处置收益	-18	20	-15	47
资产总计	12,266	16,301	21,645	28,793	营业利润	1865	2429	3336	4442
流动负债	3,331	5,144	7,491	10,627	加:营业外净收支	9	15	13	13
短期借款	617	0	0	0	利润总额	1874	2443	3349	4455
应付账款	1295	2433	3732	5341	减:所得税费用	245	244	335	445
其他流动负债	1,419	2,711	3,759	5,286	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,700	1,728	1,714	1,721	归属母公司净利润	1629	2199	3014	4009
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	EBIT	2094	2470	3297	4284
其他非流动负债	325	353	339	346	EBITDA	2499	2744	3642	4723
负债合计	5,031	6,871	9,205	12,348	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	1.02	1.40	1.87
归属母公司股东权益	8,766	10,961	13,971	17,976	每股净资产(元)	4.29	5.11	6.51	8.37
负债和股东权益	13,797	17,832	23,175	30,324	发行在外股份(百万股)	2041.2	2146.9	2146.9	2146.9
					ROIC(%)	16%	17%	19%	19%
					ROE(%)	19%	20%	22%	22%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	47%	37%	34%	32%
经营活动现金流	1,701	3,210	3,747	4,811	销售净利率(%)	26%	22%	21%	20%
投资活动现金流	-2374	-2220	-2848	-3460	资产负债率(%)	41%	42%	43%	43%
筹资活动现金流	1369	-415	-208	3	收入增长率(%)	30%	59%	48%	38%
现金净增加额	667	570	686	1,349	净利润增长率(%)	127%	35%	37%	33%
折旧和摊销	405	273	345	439	P/E	50.00	48.17	35.14	26.42
资本开支	1,625	2,235	2,791	3,498	P/B	9.29	9.66	7.58	5.89
营运资本变动	-990	-597	-254	-280	EV/EBITDA	32.92	38.57	28.83	21.96

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>