

福莱特 2021 年报点评：盈利底部逆势扩张，量利双升未来可期

2022 年 03 月 22 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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,713	14,675	21,301	27,572
同比 (%)	39.18%	68.42%	45.15%	29.44%
归母净利润 (百万元)	2120	2998	3930	5092
同比 (%)	30.15%	41.44%	31.07%	29.56%
每股收益-最新股份摊薄 (元/股)	0.99	1.40	1.83	2.37
P/E-现价&最新股本摊薄 (倍)	58.68	36.04	27.49	21.22

投资要点

- 2021 年公司归属母公司净利润 21.2 亿元，同比增长 30.15%：**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 87.13 亿元，同比增长 39.18%；实现利润总额 23.8 亿元，同比增长 27.02%；实现归属母公司净利润 21.2 亿元，同比增长 30.15%。其中 2021Q4，实现营业收入 23.76 亿元，同比增长 5.89%，环比增长 2.89%；实现归属母公司净利润 4.03 亿元，同比下降 50.67%，环比下降 11.57%。2021 年毛利率为 35.50%，同比下降 11.05pct，2021Q4 毛利率 17.91%，同比下降 40.60pct，环比下降 13.80pct；2021 年归母净利率为 24.33%，同比下降 1.69pct，2021Q4 归母净利率 16.96%，同比下降 19.45pct，环比下降 2.77pct。
- 2021Q4 盈利承压，盈利修复可期：**按报表口径 (全部折算为 3.2mm) 公司 2021 年产量 2.96 亿平，同增 58%，销量 2.65 亿平，同增 43%，若考虑全年 43% 双玻占比 (吨数口径)，我们预计 3.2 出货量为 1.4 亿平米，2.0 出货量 1.68 亿平米。因 2021 年 10 月起天然气和纯碱价格上涨，公司提价传导，Q4 均价 25-26 元/平，同环比-41%/+20%。Q4 由于组件行业去库存，公司玻璃库存增加，截至 2021 年 12 月 31 日，公司存货为 22.8 亿元，环增 77.1%，Q1 下游需求旺盛，我们预计公司库存水平已修复正常，叠加公司产能爬升，我们预计 Q1 出货量将环比大增。目前公司已完成对三力矿业和大华东方矿业共计约 4400 万吨超白石英砂矿收购，我们测算自供部分可降本 2 元/平，叠加四月供暖周期结束后天然气价格下降，公司盈利将持续修复。
- 看好后续双玻+大尺寸带来结构性 α：**1) 双玻占比提升：由于玻璃价格维持低位，我们预计 2022 年公司双玻占比提升至 50% 左右 (按吨数口径)，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：2021 年至今招投标项目中大尺寸占比 74%，大尺寸玻璃供需相对紧缺，公司 2020 年起新投产产能均能做大尺寸，盈利明显分化，目前大尺寸玻璃溢价 1 元/平左右。
- 加速产能扩张，强化龙头地位：**公司 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%。
- 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 2022-2024 年盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 30.0/39.3/50.9 亿元，2022-2023 年前值为 30.1/40.1 亿元，同比 +41.4%/+31.1%/+29.6%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.39
一年最低/最高价	23.53/60.18
市净率(倍)	8.43
流通 A 股市值(百万元)	78515.69

基础数据

每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	41.19
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)：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》2022-03-03
- 2、《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
- 3、《福莱特 (601865)：出货快速增长，扩产巩固龙头地位》2021-08-10

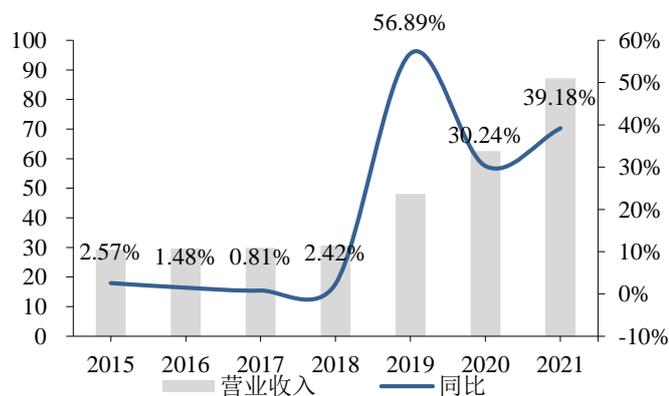
2021年公司归属母公司净利润 21.2 亿元，同比增长 30.15%：公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 87.13 亿元，同比增长 39.18%；实现利润总额 23.8 亿元，同比增长 27.02%；实现归属母公司净利润 21.2 亿元，同比增长 30.15%。其中 2021Q4，实现营业收入 23.76 亿元，同比增长 5.89%，环比增长 2.89%；实现归属母公司净利润 4.03 亿元，同比下降 50.67%，环比下降 11.57%。2021 年毛利率为 35.50%，同比下降 11.05pct，2021Q4 毛利率 17.91%，同比下降 40.60pct，环比下降 13.80pct；2021 年归母净利率为 24.33%，同比下降 1.69pct，2021Q4 归母净利率 16.96%，同比下降 19.45pct，环比下降 2.77pct。

表 1: 2021 年收入 87.13 亿元，同比增长 39.2%；盈利 21.2 亿元，同比增长 30.2%

福莱特	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入 (亿元)	87.13	62.60	39.2%	23.76	22.44	5.9%	23.09	2.9%
毛利率	35.5%	46.5%	-11.0pct	17.9%	58.5%	-40.6pct	31.7%	-13.8pct
营业利润 (亿元)	23.82	18.65	27.7%	4.37	8.74	-50.0%	5.01	-12.8%
利润总额 (亿元)	23.80	18.74	27.0%	4.32	8.77	-50.7%	5.02	-14.0%
归属母公司净利润 (亿元)	21.20	16.29	30.2%	4.03	8.17	-50.7%	4.56	-11.6%
扣非归母净利润 (亿元)	20.55	16.19	26.9%	3.72	8.26	-54.9%	4.46	-16.5%
归母净利率	24.3%	26.0%	-1.7pct	17.0%	36.4%	-19.4pct	19.7%	-2.8pct
股本 (亿股)	21.47	20.41	-	21.47	20.41	-	21.47	-
EPS (元/股)	0.99	0.80	23.7%	0.19	0.40	-53.1%	0.21	-11.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021 年收入 87.13 亿元，同比+39.18% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年归母净利润 21.2 亿元，同比+30.15% (亿元, %)



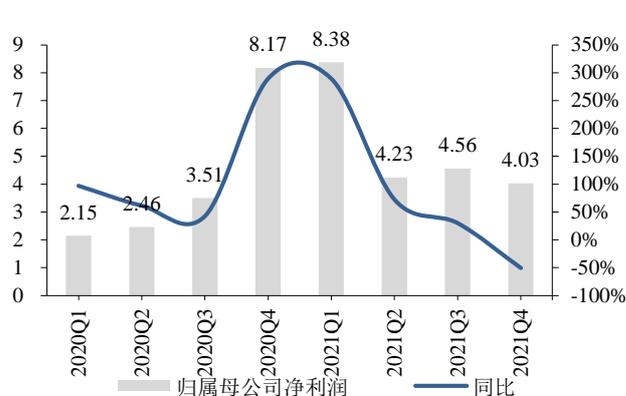
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q4 收入 23.76 亿元, 同比+5.89% (亿元, %)



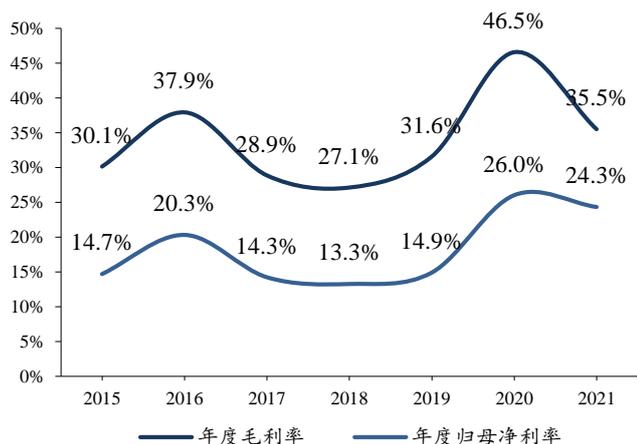
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q4 归母净利润 4.03 亿元, 同比-50.67% (亿元, %)



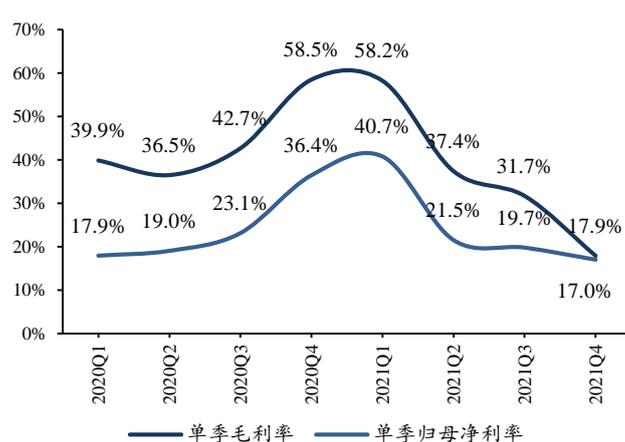
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年毛利率、归母净利率同比-11.05、-1.69pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

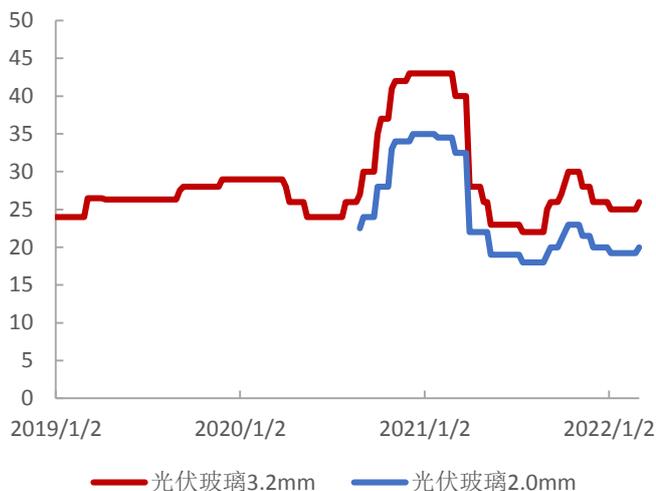
图 6: 2021Q4 毛利率、归母净利率同比-40.6、-19.45pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021Q4 盈利承压, 盈利修复可期。按报表口径(全部折算为 3.2mm)公司 2021 年产量 2.96 亿平, 同增 58%, 销量 2.65 亿平, 同增 43%, 若考虑全年 43%双玻占比(吨数口径), 我们预计 3.2 出货量为 1.4 亿平米, 2.0 出货量 1.68 亿平米。因 2021 年 10 月起天然气和纯碱价格上涨, 公司提价传导, Q4 均价 25-26 元/平, 同环比-41%/+20%。2021Q4 由于组件行业去库存, 公司玻璃库存增加, 截至 2021 年底, 公司存货为 22.8 亿元, 环增 77.1%, Q1 下游需求旺盛, 我们预计公司库存水平已修复正常, 叠加公司产能爬升, 我们预计 2022Q1 出货量将环比大增。2022 年 3 月 1 日公司已完成对三力矿业和大华东方矿业共计约 4400 万吨超白石英砂矿收购, 我们测算自供部分可降本 2 元/平, 叠加四月供暖周期结束后天然气价格下降, 公司盈利将持续修复。

图 7: 玻璃市场价格 (元/平)



数据来源: Pvinfolink, 东吴证券研究所

图 8: 液化天然气市场价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

看好后续双玻+大尺寸带来结构性 α : 1) 双玻占比提升: 由于玻璃价格维持低位, 我们预计 2022 年公司双玻占比提升至 50%左右 (按吨数口径), 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: 2021 年至今招投标项目中大尺寸占比 74%, 大尺寸玻璃供需相对紧缺, 公司 2020 年起新投产产能均能做大尺寸, 盈利明显分化, 目前大尺寸玻璃溢价 1 元/平左右。

加速产能扩张, 强化龙头地位: 公司 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 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	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

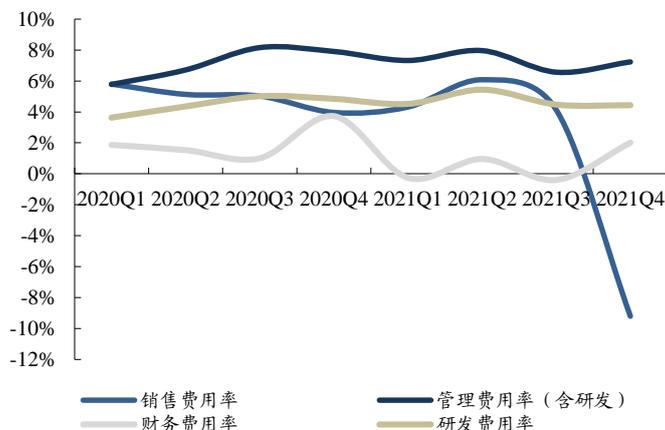
费用率下降显著: 公司 2021 年费用同比下降 14.66% 至 7.68 亿元, 期间费用率下降 5.56 个百分点至 8.82%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 71.60%、上升 37.88%、上升 43.45%、下降 62.89% 至 0.86 亿元、6.3 亿元、4.1 亿元、0.53 亿元; 费用率分别下降 3.84、下降 0.07、上升 0.14、下降 1.66 个百分点至 0.98%、7.23%、4.69%、0.60%。2021Q4, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -345.46%/-3.13%/-3.22%/-42.83%, 费用率分别为 -9.20%/7.22%/4.43%/2.02%。

图 9：2021 年期间费用 7.68 亿元，同比-14.66%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2021Q4 期间费用率 0.04%，同比-15.56pct（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

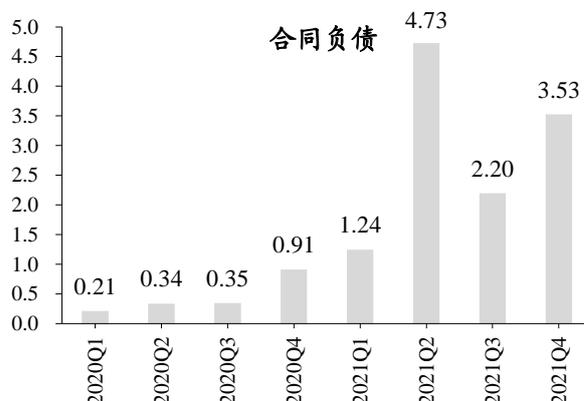
经营现金流净流入同比下降，存货大幅提升：2021 年经营活动现金流量净流入 5.80 亿元，同比下降 65.92%，其中 2021Q4 经营活动现金流量净额 14.8 亿元；销售商品取得现金 65.37 亿元，同比增长 53.43%。2021Q4 期末合同负债 3.53 亿元，比 2021 年初增长 286.81%。2021Q4 期末应收账款 11.06 亿元，较 2021 年初下降 2.83 亿元，应收账款周转天数上升 5.01 天至 51.52 天。2021Q4 期末存货 22.76 亿元，较 2021 年初上升 17.97 亿元；存货周转天数上升 36.46 天至 88.26 天。

图 11：2021Q4 现金净流入 14.8 亿元（亿元）



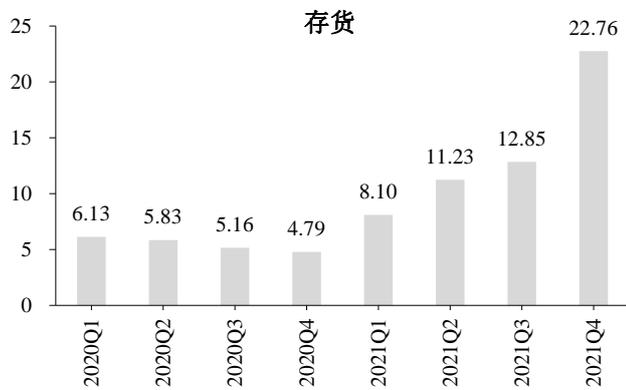
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2021Q4 期末合同负债 3.53 亿元（亿元）



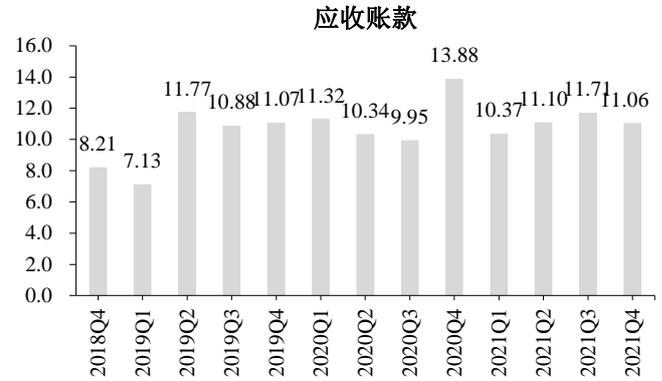
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13: 2021Q4 期末存货 22.76 亿元, 较 2021 年初+17.97 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q4 期末应收账款 11.06 亿元, 较 2021 年初 -2.83 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: 基于 2021 年玻璃价格波动以及近期大额资本开支, 我们下调 2022-2024 年盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 30.0/39.3/50.9 亿元, 2022-2023 年前值为 30.1/40.1 亿元, 同比+41.4%/+31.1%/+29.6%, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8898	11160	19976	25472	营业收入	8,713	14,675	21,301	27,572
现金	2843	2179	6805	8469	减:营业成本	5,620	9,646	14,587	19,310
应收账款	1106	1862	2703	3499	营业税金及附加	48	103	138	165
存货	2276	3907	5908	7821	营业费用	86	657	884	1074
其他流动资产	2673	3212	4559	5683	管理费用	222	367	511	557
非流动资产	11,185	13,134	15,506	18,434	研发费用	408	616	873	1020
长期股权投资	72	107	154	195	财务费用	53	120	73	39
固定资产	6,316	6,630	6,785	6,736	资产减值损失	10	39	39	39
在建工程	3,067	4,536	6,446	8,929	加:投资净收益	32	22	21	28
无形资产	663	796	1063	1531	其他收益	81	138	163	188
其他非流动资产	1,067	1,065	1,058	1,043	资产处置收益	4	29	-21	63
资产总计	20,083	24,295	35,482	43,906	营业利润	2382	3317	4359	5647
流动负债	6,164	7,404	10,648	13,987	加:营业外净收支	-2	15	8	11
短期借款	1,861	303	0	0	利润总额	2380	3332	4367	5658
应付账款	2307	3959	5987	7926	减:所得税费用	260	333	437	566
其他流动负债	1,997	3,141	4,661	6,061	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	2,108	2,082	6,095	6,089	归属母公司净利润	2120	2998	3930	5092
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968	EBIT	2328	3286	4307	5445
其他非流动负债	141	115	4,128	4,121	EBITDA	2873	3846	5025	6368
负债合计	8,273	9,486	16,744	20,075	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.40	1.83	2.37
归属母公司股东权益	11,810	14,809	18,739	23,830	每股净资产(元)	5.50	6.90	8.73	11.10
负债和股东权益	20,083	24,295	35,482	43,906	发行在外股份(百万股)	2146.9	2146.9	2146.9	2146.9
					ROIC(%)	13%	17%	16%	16%
					ROE(%)	18%	20%	21%	21%
					毛利率(%)	35%	34%	32%	30%
					销售净利率(%)	24%	20%	18%	18%
					资产负债率(%)	41%	39%	47%	46%
					收入增长率(%)	39%	68%	45%	29%
					净利润增长率(%)	30%	41%	31%	30%
					P/E	58.68	36.04	27.49	21.22
					P/B	10.53	7.30	5.77	4.53
					EV/EBITDA	43.75	28.18	21.39	16.62

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