

公司研究

Q2 业绩环比持续改善，产能规模稳步扩张

——福莱特（601865.SH）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年度报告，2022H1实现营业收入73.04亿元，同比增长81.34%，实现归母净利润10.03亿元，同比下降20.48%；其中2022Q2实现归母净利润5.66亿元，同比增长33.75%，环比增长29.61%。

2022Q2 光伏玻璃价格稳步提升，毛利率连续2个季度环比改善。2022Q1 公司嘉福二期两条日熔量共2400吨的光伏玻璃生产线已陆续投产，在光伏行业需求稳步提升的背景下带动公司光伏玻璃出货规模稳步提升。与此同时，光伏玻璃价格在下游需求旺盛的背景下，价格从2021年12月底的25元/平持续提升至2022年6月底的28.5元/平，和2021年6月底的22元/平相比亦有明显改善。在此背景下，公司单季度毛利率从2021Q4的低点17.91%开始稳步提升，2022Q1/Q2分别环比提升3.56/2.26个pct至21.47%/23.73%。

但是在纯碱价格同比显著提升的背景下（2021H1 重质纯碱价格在1400~1900元/吨，2022H1则提升至2400~2950元/吨），公司盈利仍有一定压力，2022H1整体毛利率水平同比下降25.40个pct至22.64%。展望2022Q3，一方面光伏玻璃价格仍有望维持在27~28元/平区间，另一方面重质纯碱价格也从2022年6月高点的2950元/平回落至2022年8月底的2800元/平，我们认为2022Q3公司毛利率水平环比有望进一步改善。

公司把握龙头优势产能扩张进一步加码，成本&技术优势保障公司盈利能力。

公司在成本、原材料、规模等多重优势的保障下进一步加大产能扩产力度，截至2022H1末公司光伏玻璃总产能达1.58万吨/日，预计公司22-24年将各有8400/9600/2400吨/日的产能投产，22-24年末公司光伏玻璃设计产能有望分别达到2.06/3.02/3.26万吨/日，规模优势进一步扩大。此外，公司大型窑炉持续投产将有效拉低公司单位成本，同时通过收购三力矿业、大华矿业股权布局上游石英砂资源，我们看好公司盈利能力的维持。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司22-24年实现归母净利润30.65/39.84/48.89亿元，对应EPS1.43/1.86/2.28元，当前股价对应22-24年PE为28/21/17倍。公司作为行业龙头持续扩产将保证出货量的高速增长，且成本控制和尺寸玻璃制造的优势也将保障公司在光伏玻璃价格下行背景下仍维持较好盈利能力，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏装机不及预期；玻璃生产过程的环境污染风险；贸易争端风险；原材料和燃料动力价格波动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,260	8,713	13,918	19,293	23,451
营业收入增长率	30.24%	39.18%	59.73%	38.62%	21.55%
净利润（百万元）	1,629	2,120	3,065	3,984	4,889
净利润增长率	127.09%	30.15%	44.58%	29.97%	22.72%
EPS（元）	0.80	0.99	1.43	1.86	2.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.51%	17.95%	20.60%	21.12%	20.59%
P/E	50	40	28	21	17
P/B	11.2	7.2	5.7	4.5	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-25

注：公司经过转债转股及增发后，总股本从2020年的20.49亿股提升至2021年的21.47亿股

买入（维持）

当前价：39.56元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

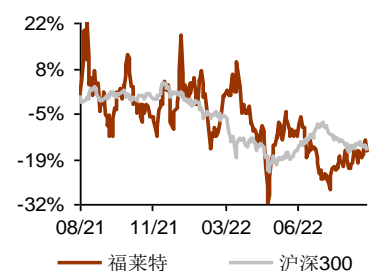
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	21.47
总市值(亿元)	849.31
一年最低/最高(元)	33.02/60.18
近3月换手率	38.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.31	-11.66	-3.47
绝对	1.02	-8.32	-19.43

资料来源：Wind

相关研报

产能扩张持续，龙头成本优势加持下业绩有望维持高增——福莱特（601865.SH）2021年年报点评（2022-03-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,260	8,713	13,918	19,293	23,451
营业成本	3,347	5,620	9,212	13,052	15,889
折旧和摊销	398	538	937	1,458	1,917
税金及附加	61	48	77	107	130
销售费用	302	86	136	189	230
管理费用	172	222	334	424	469
研发费用	285	408	626	868	1,055
财务费用	142	53	214	328	368
投资收益	6	32	30	30	30
营业利润	1,865	2,382	3,430	4,458	5,477
利润总额	1,874	2,380	3,441	4,473	5,489
所得税	245	260	376	489	600
净利润	1,629	2,120	3,065	3,984	4,889
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,629	2,120	3,065	3,984	4,889
EPS(元)	0.80	0.99	1.43	1.86	2.28

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,701	580	6,491	5,737	6,914
净利润	1,629	2,120	3,065	3,984	4,889
折旧摊销	398	538	937	1,458	1,917
净营运资金增加	-24	1,450	-1,004	1,345	1,269
其他	-302	-3,528	3,493	-1,049	-1,160
投资活动产生现金流	-2,374	-3,563	-7,324	-7,060	-4,060
净资本支出	-1,939	-3,760	-7,090	-7,090	-4,090
长期投资变化	14	72	0	0	0
其他资产变化	-450	126	-234	30	30
融资活动现金流	1,369	3,954	1,470	2,667	-1,814
股本变化	23	26	0	0	0
债务净变化	80	1,749	1,684	2,994	-1,446
无息负债变化	72	1,493	1,595	1,482	878
净现金流	667	956	637	1,344	1,040

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	46.5%	35.5%	33.8%	32.3%	32.2%
EBITDA 率	41.4%	33.7%	32.8%	32.3%	33.1%
EBIT 率	35.0%	27.5%	26.0%	24.8%	24.9%
税前净利润率	29.9%	27.3%	24.7%	23.2%	23.4%
归母净利润率	26.0%	24.3%	22.0%	20.6%	20.8%
ROA	13.3%	10.6%	11.6%	11.4%	12.5%
ROE (摊薄)	22.5%	17.9%	20.6%	21.1%	20.6%
经营性 ROIC	20.9%	14.2%	15.8%	15.5%	16.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	41%	44%	46%	39%
流动比率	1.67	1.44	1.05	0.98	1.33
速动比率	1.53	1.07	0.94	0.89	1.23
归母权益/有息债务	3.03	2.85	2.55	2.14	3.22
有形资产/有息债务	4.90	4.69	4.41	3.87	5.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	12,266	20,083	26,427	34,887	39,207
货币资金	1,590	2,843	3,479	4,823	5,863
交易性金融资产	400	200	200	200	201
应收账款	1,388	1,106	1,327	1,840	2,236
应收票据	547	940	1,113	1,543	1,876
其他应收款 (合计)	24	55	88	122	148
存货	479	2,276	909	1,032	1,100
其他流动资产	776	786	786	786	786
流动资产合计	5,569	8,898	8,825	11,652	13,800
其他权益工具	54	0	0	0	0
长期股权投资	14	72	72	72	72
固定资产	3,334	6,316	11,787	17,085	20,027
在建工程	1,915	2,868	3,495	3,778	2,960
无形资产	530	663	717	769	818
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	777	1,037	1,297	1,297	1,297
非流动资产合计	6,697	11,185	17,602	23,234	25,407
总负债	5,031	8,273	11,552	16,028	15,459
短期借款	617	1,861	2,555	4,549	2,103
应付账款	1,295	2,307	2,764	3,394	3,813
应付票据	714	1,037	1,842	2,349	2,542
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	44	305	573	781
流动负债合计	3,331	6,164	8,443	11,920	10,351
长期借款	1,375	1,968	2,968	3,968	4,968
应付债券	237	0	0	0	0
其他非流动负债	45	36	36	36	36
非流动负债合计	1,700	2,108	3,108	4,108	5,108
股东权益	7,235	11,810	14,875	18,859	23,747
股本	510	537	537	537	537
公积金	2,266	5,101	5,101	5,101	5,101
未分配利润	4,450	6,195	9,260	13,243	18,132
归属母公司权益	7,235	11,810	14,875	18,859	23,747
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.82%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
管理费用率	2.75%	2.55%	2.40%	2.20%	2.00%
财务费用率	2.26%	0.60%	1.54%	1.70%	1.57%
研发费用率	4.55%	4.69%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	13%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.83	0.27	3.02	2.67	3.22
每股净资产	3.54	5.50	6.93	8.78	11.06
每股销售收入	3.07	4.06	6.48	8.99	10.92

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	50	40	28	21	17
PB	11.2	7.2	5.7	4.5	3.6
EV/EBITDA	8.5	8.3	5.9	4.8	3.7
股息率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE