

福莱特 (601865)

2022 年中报点评: Q2 盈利修复显著, 加码上游资源布局

买入 (维持)

2022 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

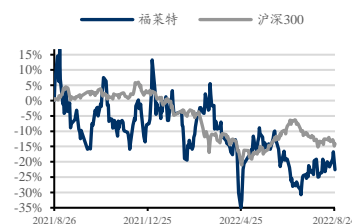
执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,713	16,300	22,810	30,757
同比	39%	87%	40%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	2,120	2,474	3,525	5,343
同比	30%	17%	42%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.99	1.15	1.64	2.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.06	34.34	24.09	15.90

股价走势



投资要点

- **2022H1 公司实现归母净利润 10.03 亿元, 同降 20.48%, 业绩符合市场预期。**公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 73.04 亿元, 同比增长 81.34%; 实现利润总额 10.97 亿元, 同比下降 24.10%; 实现归属母公司净利润 10.03 亿元, 同比下降 20.48%。其中 2022Q2 实现营业收入 37.96 亿元, 同比增长 92.54%, 环比增长 8.17%; 实现归属母公司净利润 5.66 亿元, 同比增长 33.75%, 环比增长 29.61%。2022H1 毛利率为 22.64%, 同比下降 25.40pct, 2022Q2 毛利率 23.73%, 同比下降 13.68pct, 环比增长 2.26pct; 2022H1 归母净利率为 13.73%, 同比下降 17.58pct, 2022Q2 归母净利率 14.91%, 同比下降 6.56pct, 环比增长 2.47pct。
- **涨价传导成本压力, 2022Q2 盈利修复显著。**2022H1 公司光伏玻璃实现营业收入 64.68 亿元, 同增 95%, 毛利率为 23%, 同降 27pct, 主要系原材料价格上涨及 2022Q1 玻璃价格处于低位所致, 2022Q1 处于盈利底部, 2022Q2 玻璃逐步涨价传导成本压力, 2022Q2 玻璃均价 28 元/平左右, 我们预计公司 2022Q2 光伏玻璃销 1.4-1.5 亿平, 环比持平, 其中双玻占比约 40%, 测算单平净利约 3.3 元+, 环比提升 0.8 元左右。全年我们预计出货 6.5 亿平+, 下半年量利双升。
- **加速产能扩张, 加码上游资源布局。**截至 2022H1, 公司产能为 15800 吨/日, 2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉, 安徽生产基地的五期项目和南通项目仍在审批过程中, 我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/25400 吨/日, 同增 69%/23%。当前石英砂的品质和价格是玻璃环节竞争核心要素之一, 公司 2022 年加码上游资源布局, 目前持有 4 座石英砂矿, 共 1.93 万吨, 对应可生产 2.47 亿吨玻璃, 对应 4000GW 组件。我们测算自供部分可节约成本 2 元/平, 目前自供比例为 50%左右, 预计公司自供比例可长期维持在 70-80%。
- **盈利预测与投资评级:** 基于原材料价格不稳定, 公司盈利承压, 我们调整公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 24.7/35.2/53.4 亿元 (前值为 30.0/39.3/50.9 亿元), 同比 +17%/+42%/+52%, 给予 23 年 33 倍 PE, 对应目标价 54.1, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等

市场数据

收盘价(元)	39.56
一年最低/最高价	33.21/59.73
市净率(倍)	6.60
流通 A 股市值(百万元)	66,997.76
总市值(百万元)	84,931.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.99
资产负债率(% ,LF)	54.10
总股本(百万股)	2,146.89
流通 A 股(百万股)	1,693.57

相关研究

《福莱特(601865): 2022Q1 点评: 销量大幅增长, 盈利短期承压, 后续修复可期》

2022-04-28

《福莱特(601865): 福莱特 2021 年报点评: 盈利底部逆势扩张, 量利双升未来可期》

2022-03-22

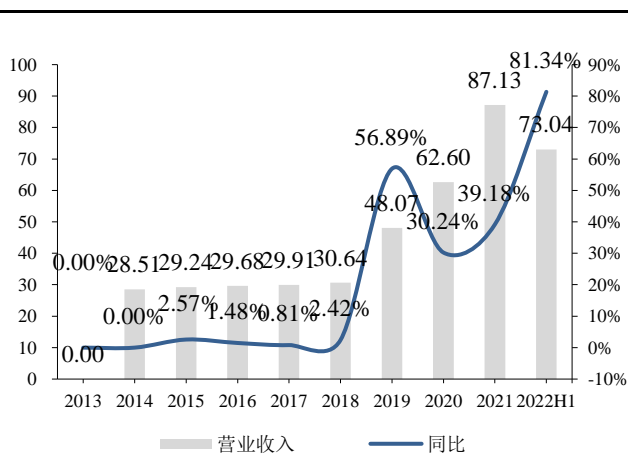
2022H1 公司实现归母净利润 10.03 亿元，同比下降 20.48%，业绩符合市场预期。公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 73.04 亿元，同比增长 81.34%；实现利润总额 10.97 亿元，同比下降 24.10%；实现归属母公司净利润 10.03 亿元，同比下降 20.48%。其中 2022Q2 实现营业收入 37.96 亿元，同比增长 92.54%，环比增长 8.17%；实现归属母公司净利润 5.66 亿元，同比增长 33.75%，环比增长 29.61%。2022H1 毛利率为 22.64%，同比下降 25.40pct，2022Q2 毛利率 23.73%，同比下降 13.68pct，环比增长 2.26pct；2022H1 归母净利率为 13.73%，同比下降 17.58pct，2022Q2 归母净利率 14.91%，同比下降 6.56pct，环比增长 2.47pct。

表1：2022H1 收入 73.04 亿元，同比增长 81.34%；盈利 10.03 亿元，同比下降 20.48%（单位：亿元）

福莱特	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	73.04	40.28	81.3%	37.96	19.71	92.5%	35.09	8.2%
毛利率	22.6%	48.0%	-25.4pct	23.7%	37.4%	-13.7pct	21.5%	2.3pct
营业利润	10.98	14.43	-24.0%	6.02	4.83	24.7%	4.95	21.6%
利润总额	10.97	14.46	-24.1%	6.02	9.62	-37.4%	4.95	21.5%
归属母公司净利润	10.03	12.61	-20.5%	5.66	4.23	33.7%	4.37	29.6%
扣非归母净利润	9.75	12.37	-21.2%	5.55	4.07	36.6%	4.20	32.3%
归母净利率	13.7%	31.3%	-17.6pct	14.9%	21.5%	-6.6pct	12.4%	2.5pct
股本	5.37	5.37	-	5.37	5.37	-	5.37	-
EPS (元/股)	1.87	2.35	-20.5%	1.05	0.79	33.7%	0.81	29.6%

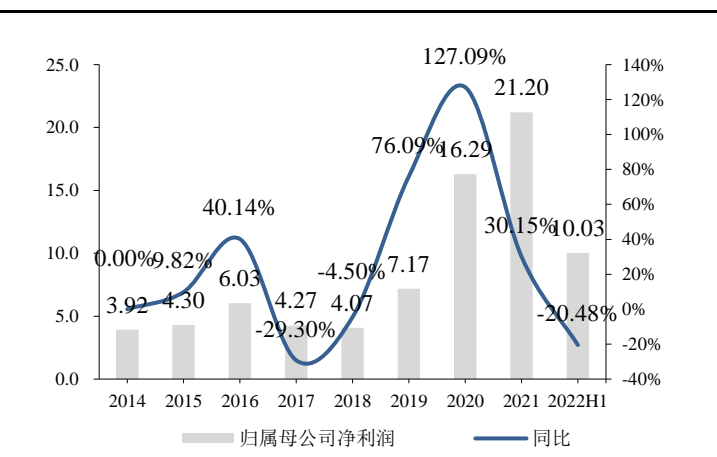
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022H1 收入 73.04 亿元，同比+81.34%（亿元，%）



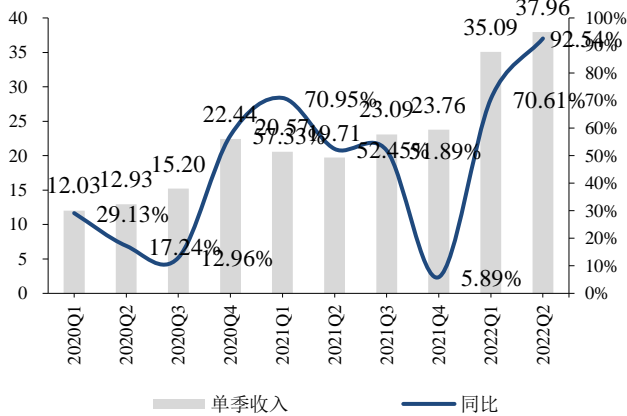
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022H1 归母净利润 10.03 亿元，同比-20.48%（亿元，%）



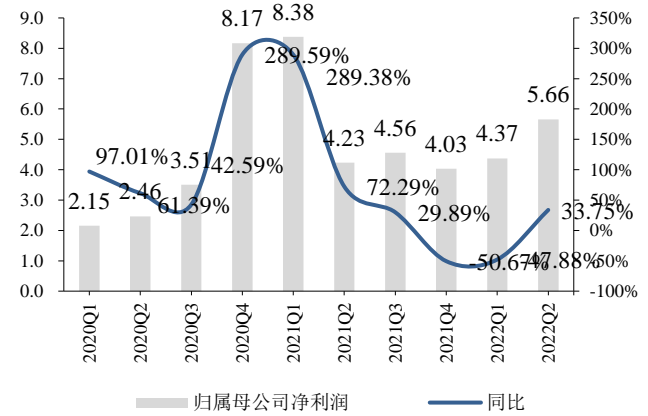
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 37.96 亿元, 同比+92.54% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 5.66 亿元, 同比+33.75% (亿元, %)



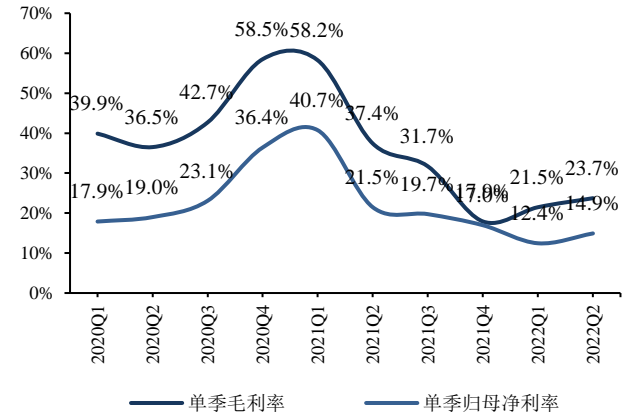
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-25.4、-17.58pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-13.68、-6.56pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

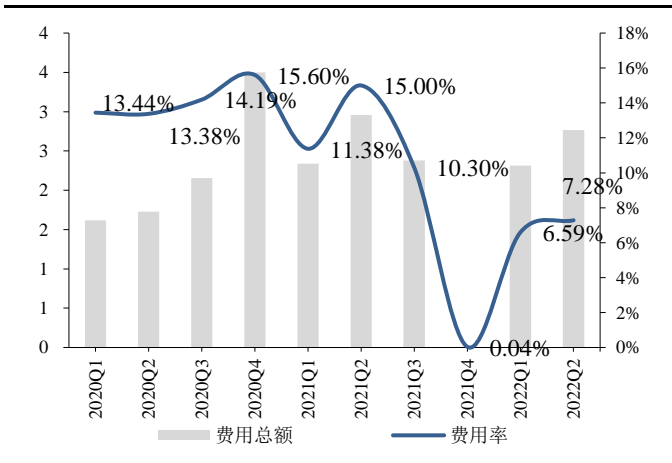
涨价传导成本压力, 2022Q2 盈利修复显著。2022H1 公司光伏玻璃实现营收 64.68 亿元, 同增 95%, 毛利率为 23%, 同降 27pct, 主要系原材料价格上涨及 2022Q1 玻璃价格处于低位所致, 2022Q1 处于盈利底部, 2022Q2 玻璃逐步涨价传导成本压力, 2022Q2 玻璃均价 28 元/平左右, 我们预计公司 2022Q2 光伏玻璃销 1.4-1.5 亿平, 环比持平, 其中双玻占比约 40%, 测算单平净利约 3.3 元+, 环比提升 0.8 元左右。全年我们预计出货 6.5 亿平+, 下半年量利双升。

加速产能扩张, 加码上游资源布局。截至 2022H1, 公司产能为 15800 吨/日, 2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉, 安徽生产基地的五期项目和南通项目仍在审批过程中, 我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/25400 吨/日, 同增 69%/23%。当前石英砂的品质和价格是玻璃环节竞争核心要素之一, 公司 2022 年加码上游资源布局, 目前持有 4 座石英砂矿, 共 1.93 万吨, 对应可生产 2.47 亿吨玻璃, 对应 4000GW 组件。

我们测算自供部分可节约成本 2 元/平，目前自供比例为 50%左右，预计公司自供比例可长期维持在 70-80%。

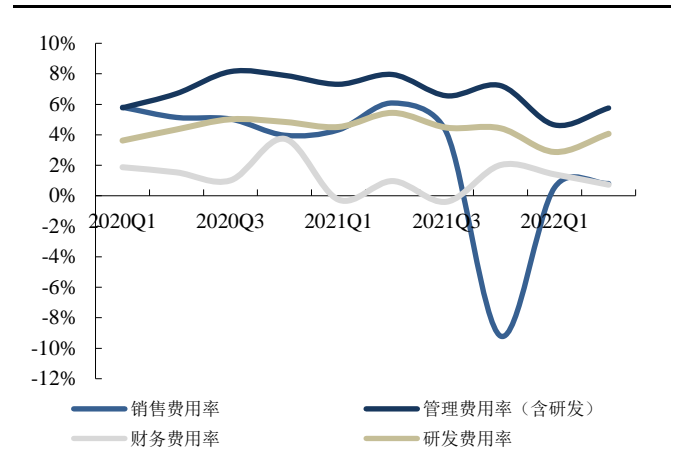
期间费用控制能力稳定。公司 2022H1 期间费用同比下降 4.12%至 5.08 亿元，期间费用率下降 0.06 个百分点至 6.95%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 76.22%、上升 24.19%、上升 27.50%、上升 459.53%至 0.5 亿元、3.81 亿元、2.55 亿元、0.77 亿元；费用率分别下降 0.05、下降 0.02、上升 1.47、下降 0.71 个百分点至 0.68%、5.22%、3.49%、1.05%。公司 2022Q2 费用同比下降 6.51%至 2.76 亿元，期间费用率下降 7.72pct 至 7.28%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 74.53%、上升 39.39%、上升 43.94%、上升 44.21%至 0.31 亿元、2.18 亿元、1.54 亿元、0.27 亿元；费用率分别下降 5.28、下降 2.2、下降 1.37、下降 0.24 个百分点至 0.80%、5.76%、4.07%、0.72%。

图7：2022Q2 期间费用 2.76 亿元，同比+6.51% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

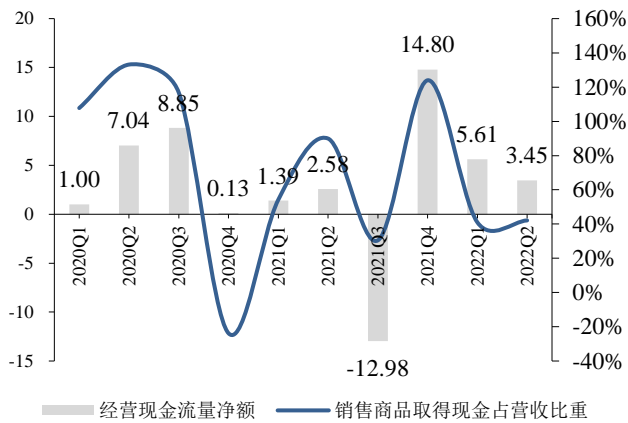
图8：2022Q2 期间费用率 7.28%，同比-7.72pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

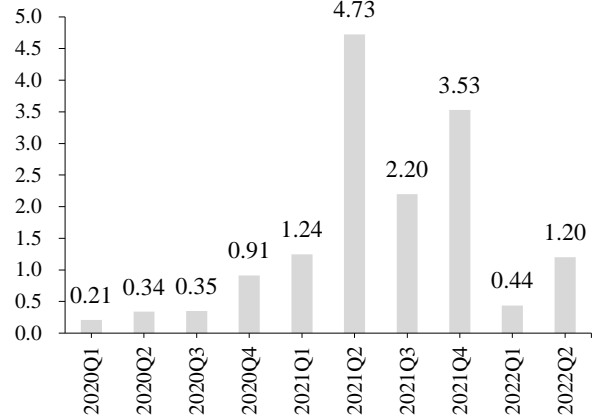
现金流大幅增长，合同负债有所减少。2022H1 经营活动现金流量净流入 9.06 亿元，同比增长 128.19%。销售商品取得现金 30.39 亿元，同比增长 5.23%。期末合同负债 1.2 亿元，比年初下降 66.02%。期末应收账款 27.13 亿元，较期初增长 16.08 亿元，应收账款周转天数下降 4.47 天至 47.06 天。期末存货 14.97 亿元，较期初下降 7.8 亿元；存货周转天数下降 28.16 天至 60.1 天。2022Q2 经营活动现金净流入 3.45 亿元，同比增长 33.63%。2022Q2 销售商品取得现金 15.99 亿元，同比降低 9.82%。2022Q2 期末存货 14.97 亿元，同比增长 3.74 亿元。

图9: 2022Q2 现金净流入 3.45 亿元, 同比+33.63% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q2 期末合同负债 1.2 亿元, 同比-74.64% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于原材料价格不稳定, 公司盈利承压, 我们调整公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 24.7/35.2/53.4 亿元(前值为 30.0/39.3/50.9 亿元), 同比+17%/+42%/+52%, 给予 23 年 33 倍 PE, 对应目标价 54.1, 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	8,898	12,416	20,400	26,786	营业总收入	8,713	16,300	22,810	30,757
货币资金及交易性金融资产	3,043	1,821	5,364	6,649	营业成本(含金融类)	5,620	11,674	16,305	21,840
经营性应收款项	3,269	5,468	7,952	10,721	税金及附加	48	114	148	185
存货	2,276	4,729	6,604	8,846	销售费用	86	725	1,004	1,230
合同资产	0	0	0	0	管理费用	222	406	547	624
其他流动资产	310	398	480	570	研发费用	408	685	932	1,134
非流动资产	11,185	13,099	15,404	18,290	财务费用	53	125	95	81
长期股权投资	72	72	72	72	加:其他收益	58	67	91	123
固定资产及使用权资产	6,486	6,800	6,955	6,906	投资净收益	32	24	23	31
在建工程	3,067	4,536	6,446	8,929	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	663	796	1,063	1,531	减值损失	13	39	39	39
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	33	-23	71
长期待摊费用	7	7	8	8	营业利润	2,382	2,734	3,909	5,926
其他非流动资产	890	888	860	845	营业外净收支	-2	15	8	11
资产总计	20,083	25,515	35,804	45,076	利润总额	2,380	2,748	3,917	5,937
流动负债	6,164	9,123	11,887	15,817	减:所得税	260	275	392	594
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,171	841	310	310	净利润	2,120	2,474	3,525	5,343
经营性应付款项	3,344	6,946	9,701	12,994	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	353	733	1,023	1,370	归属母公司净利润	2,120	2,474	3,525	5,343
其他流动负债	297	604	852	1,142	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.15	1.64	2.49
非流动负债	2,108	2,108	6,108	6,108	EBIT	2,400	2,696	3,874	5,744
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968	EBITDA	2,945	3,254	4,590	6,665
应付债券	0	0	4,000	4,000	毛利率(%)	35.50	28.38	28.52	28.99
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	24.33	15.18	15.45	17.37
其他非流动负债	130	130	130	130	收入增长率(%)	39.18	87.07	39.94	34.84
负债合计	8,273	11,231	17,995	21,925	归母净利润增长率(%)	30.15	16.68	42.50	51.57
归属母公司股东权益	11,810	14,284	17,809	23,152					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,810	14,284	17,809	23,152					
负债和股东权益	20,083	25,515	35,804	45,076					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	2,599	3,225	5,192	每股净资产(元)	5.50	6.65	8.30	10.78
投资活动现金流	-3,563	-2,362	-2,974	-3,656	最新发行在外股份(百万股)	2,147	2,147	2,147	2,147
筹资活动现金流	3,954	-1,458	3,292	-251	ROIC(%)	16.70	14.67	16.92	19.31
现金净增加额	956	-1,221	3,542	1,285	ROE-摊薄(%)	17.95	17.32	19.79	23.08
折旧和摊销	545	558	716	921	资产负债率(%)	41.19	44.02	50.26	48.64
资本开支	-3,760	-2,387	-3,025	-3,701	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.06	34.34	24.09	15.90
营运资本变动	-2,231	-669	-1,314	-1,371	P/B(现价)	7.19	5.95	4.77	3.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

