

福莱特 (601865.SH)/福莱特玻璃 (06865.HK)

Q2 光伏玻璃景气度修复，公司成本优势继续凸显

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 半年报, 22H1 公司营业收入 73.04 亿元, 同比 +81%, 归母净利润 10.03 亿元, 同比 -20%, 扣非净利润 9.75 亿元, 同比 -21%。22Q2 公司营业收入 37.96 亿元, 同比 +93%, 归母净利润 5.66 亿元, 同比 +34%, 扣非净利润 5.55 亿元, 同比 +37%。
- **22Q2 行业去库涨价, 公司成本优势继续凸显。** 2022 年初至 5 月上旬玻璃库存持续去化 (3-5 月份 3.2mm 镀膜玻璃累计涨价 3.5 元/平米), 而 5 月中旬至今光伏玻璃呈现累库趋势, 主要源于今年 3-5 月份点火的产线陆续出产品。在景气度底部震荡、行业整体不赚钱的情况下, 公司 22Q2 仍然实现近 15% 的净利率以及近 18% 的年化 ROE, 公司背后原因是公司持续拓宽的低成本优势护城河 (如超白石英砂资源的布局, 22 年 3 月收购大华矿业、三力矿业, 22 年 7 月参与竞拍安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区新 13 号段玻璃用石英岩矿采矿权)。
- **光伏玻璃产能扩张加速, 40 亿可转债顺利发行, 60 亿定增受理。** 目前公司光伏玻璃总产能达到 1.58 万吨/天, 安徽 3 期的项目 (剩余 4 条 1200t/d 光伏玻璃产线) 和 4 期的项目 (4*1200t/d 光伏玻璃产线) 正在建设过程中。公司拟在南通建设 1 期 4*1200t/d 产线光伏玻璃窑炉, 以及建设安福五期项目 (4*1200t/d), 目前此项目正在审批过程中。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.14、1.73、2.26 元/股, PE 估值分别为 36.7、24.3、18.6 倍, 参考可比公司估值, 给予公司 A 股 2023 年 PE 为 30x, 对应 A 股合理价值 51.78 元/股, 考虑 A/H 股溢价因素, 对应 H 股合理价值为 32.28 港元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 光伏装机低预期、行业供给大幅扩张、原燃料价格上行。

盈利预测:

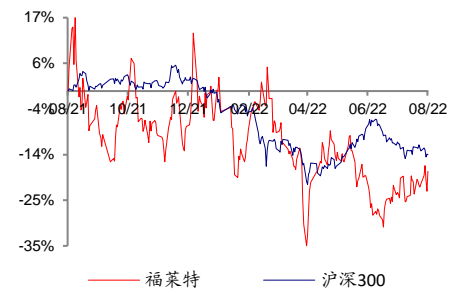
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,260	8,713	14,927	21,787	28,235
增长率 (%)	30.2	39.2	71.3	46.0	29.6
EBITDA (百万元)	2,491	2,945	3,755	5,451	6,950
归母净利润 (百万元)	1,629	2,120	2,450	3,706	4,842
增长率 (%)	127.1	30.2	15.6	51.3	30.7
EPS (元/股)	0.83	0.99	1.14	1.73	2.26
市盈率 (x)	48.07	58.53	36.70	24.26	18.57
ROE (%)	22.5	17.9	18.3	23.1	24.7
EV/EBITDA (x)	33.02	42.68	24.37	17.00	13.17

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	41.88 元/26.05 港元
合理价值	51.78 元/32.28 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-28

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

苗蒙



SAC 执证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 苗蒙, 陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

福莱特(601865.SH)/福莱特 2022-04-28

玻璃(06865.HK):以“量”补

“价”, 景气低谷凸显公司

成本优势

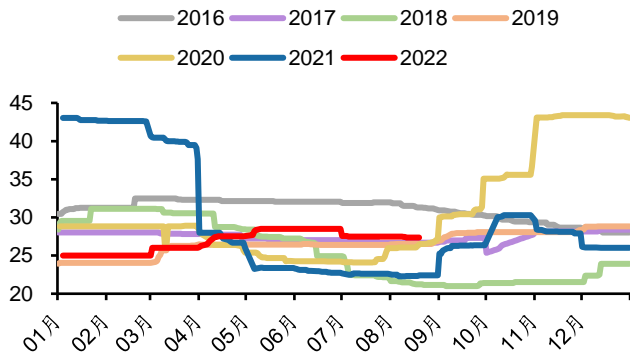
请务必阅读末页的免责声明

事件：公司发布2022半年报，22H1公司营业收入73.04亿元，同比+81%，归母净利润10.03亿元，同比-20%，扣非归母净利润9.75亿元，同比-21%。22Q2营业收入37.96亿元，同比+93%，归母净利润5.66亿元，同比+34%，扣非归母净利润5.55亿元，同比+37%。

22Q2行业去库涨价，公司成本优势继续凸显。2022年上半年光伏玻璃价格和利润率均保持底部震荡态势，背后的供需逻辑，一方面需求端来看，随着光伏上游硅料产能逐步释放，上游原材料高价格对光伏装机需求的压制因素逐步缓解，光伏装机需求向好；另一方面供给端来看，2022年以来新增产能较多（在3月初景气度反弹后大量产线点火，2022年1-6月光伏玻璃在产产能同比+66%）；从高频指标来看，2022年初至5月上旬玻璃库存持续去化（3-5月份3.2mm镀膜玻璃累计涨价3.5元/平方米），而5月中旬至今光伏玻璃呈现累库趋势，主要源于今年3-5月份点火的产线陆续出产品（点火到出产品存在2-3个月爬坡周期）。

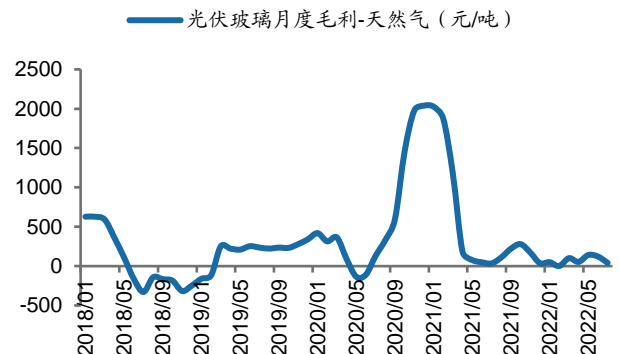
在景气度底部震荡、行业整体不赚钱的情况下，公司22Q2仍然实现近15%的净利率以及近18%的年化ROE，公司背后原因是公司持续拓宽的低成本优势护城河（如超白石英砂资源的持续布局，22年3月收购大华矿业、三力矿业，22年7月参与竞拍安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区新13号段玻璃用石英岩矿采矿权）。

图1：3.2mm镀膜出厂均价（元/平方米）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图2：光伏玻璃行业单位毛利变化（天然气燃料）



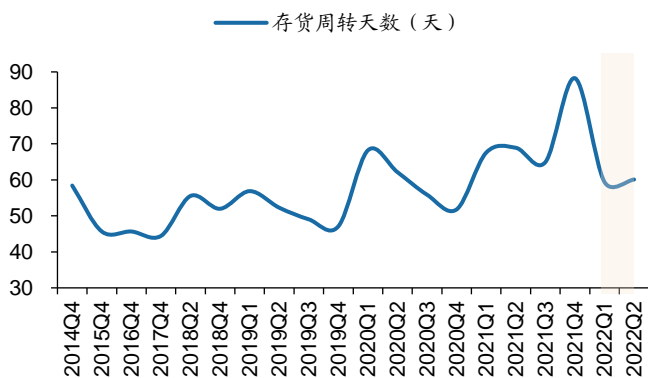
数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

表1: 福莱特石英砂矿资源梳理

砂矿名称	时间	地点	储量	每年产量	投资额
安徽省凤阳灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿7号段	2011	安徽省凤阳县	1800万吨	150万吨	2.26亿元
大华矿业	2022	安徽省凤阳县	1537万吨+ 111万吨边坡	260万吨	交易总价 33.44亿元
三力矿业	2022	安徽省凤阳县	3278万吨	400万吨	
安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区新13号段玻璃用石英岩矿采矿权	2022	安徽省凤阳县	玻璃用石英岩矿 (探明+控制+推断)资源量 11700.5万吨	-	33.80亿元

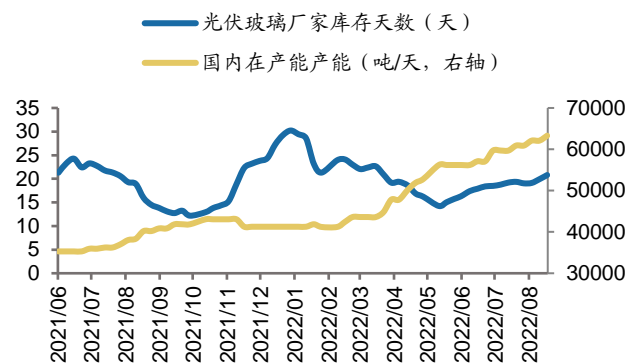
数据来源:《关于收购安徽大华东方矿业有限公司100%股权及安徽三力矿业有限责任公司100%股权的公告》,《拟进行股权收购涉及的安徽大华东方矿业有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》,《关于全资子公司参与竞拍采矿权的公告》,广发证券发展研究中心

图3: 公司22Q2存货周转天数相比年初下降28天



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 光伏玻璃行业库存及在产产能



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

光伏玻璃产能扩张加速, 40亿可转债顺利发行, 60亿定增受理。目前公司安徽生产基地的二期项目, 嘉兴生产基地的二期项目以及越南生产基地的光伏玻璃窑炉已经如期点火。另外嘉兴生产基地一座日融化量600吨的光伏玻璃窑炉, 已于2022年一季度完成冷却并且复产, 8月1日点火安徽3期1200t/d产线, 公司光伏玻璃总产能达到1.58万吨/天。同时公司安徽3期的项目(剩余4*1200t/d光伏玻璃产线)和4期的项目(4*1200t/d光伏玻璃产线)正在建设过程中。公司拟在南通建设1期4*1200t/d产线光伏玻璃窑炉, 以及建设安福五期项目(4*1200t/d), 目前此项目正在审批过程中。公司已顺利发行40亿可转债, 拟定增募集资金60亿元获得证监会受理, 融资优势助力公司产能扩张。

表 2: 福莱特光伏玻璃产能梳理 (t/d)

基地	生产线	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
已投产									
浙江嘉兴	1#	300	600	600	600	600	600	600	600
	2#	300							
	3#	490	490	600	600	600	600	600	600
	4#	600	600	600	600	600	600	600	600
	5#	600	600	600	600	冷修	600	600	600
	6#						1200	1200	1200
	7#						1200	1200	1200
安徽凤阳	1#		1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	2#		1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	3#			1000	1000	1000	1000	1000	1000
	4#					1200	1200	1200	1200
	5#					1200	1200	1200	1200
	6#					1200	1200	1200	1200
	7#					1200	1200	1200	1200
	8#						1200	1200	1200
越南海防	1#				1000	1000	1000	1000	1000
	2#					1000	1000	1000	1000
在建拟建									
安徽凤阳	9#						1200	1200	1200
	10#						1200	1200	1200
	11#						1200	1200	1200
	12#						1200	1200	1200
	13#							1200	1200
	14#							1200	1200
	15#							1200	1200
	16#							1200	1200
	17#								1200
	18#								1200
	19#								1200
	20#								1200
南通	1#							1200	1200
	2#							1200	1200
	3#							1200	1200
	4#							1200	1200
	5#								1200
	6#								1200
合计		2290	4290	5400	6400	12200	20600	30200	37400
YoY			87%	26%	19%	91%	69%	47%	24%

数据来源: 卓创资讯, 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	EPS (元/股, wind 一致预期)		PE	
		2022/8/26	2022E	2023E	2022E	2023E
603806.SH	福斯特	66.65	1.56	2.28	42.72	29.23
0968.HK	信义光能	11.60	0.66	1.08	17.58	10.74

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 信义光能收盘价、EPS 单位是港元/股。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.14、1.73、2.26元/股, PE估值分别为36.7、24.3、18.6倍, 参考可比公司估值, 给予公司A股2023年PE为30x, 对应A股合理价值51.78元/股, 考虑A/H股溢价因素, 对应H股合理价值为32.28港元/股, 给予“买入”评级。

风险提示

光伏装机低预期: “碳中和”已成全球共识, 若未来政策出现较大变动, 将影响光伏装机需求, 从而影响光伏玻璃行业需求。

行业供给大幅扩张: 若光伏玻璃行业产能大幅扩张, 将影响行业行业内公司的盈利能力

原燃料价格上行: 光伏玻璃上游原燃料主要是纯碱、超白石英砂、天然气, 若原燃料价格大幅上行, 将影响行业内公司盈利能力。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,569	8,898	8,513	11,696	14,655
货币资金	1,590	2,843	1,230	1,268	1,409
应收及预付	2,298	2,738	5,240	7,641	9,769
存货	479	2,276	1,519	2,222	2,877
其他流动资产	1,202	1,041	523	565	599
非流动资产	6,697	11,185	15,910	20,160	23,225
长期股权投资	14	72	72	72	72
固定资产	3,334	6,316	10,886	15,000	17,942
在建工程	1,937	3,067	3,167	3,267	3,367
无形资产	530	663	718	755	777
其他长期资产	882	1,067	1,067	1,067	1,067
资产总计	12,266	20,083	24,422	31,856	37,880
流动负债	3,331	6,164	8,931	13,704	17,374
短期借款	617	1,861	535	1,710	1,949
应付及预收	2,008	3,344	6,594	9,545	12,426
其他流动负债	705	960	1,802	2,448	2,999
非流动负债	1,700	2,108	2,108	2,108	908
长期借款	1,375	1,968	1,968	1,968	768
应付债券	237	0	0	0	0
其他非流动负债	89	141	141	141	141
负债合计	5,031	8,273	11,039	15,812	18,282
股本	510	537	537	537	537
资本公积	2,045	4,833	4,833	4,833	4,833
留存收益	4,670	6,463	8,037	10,696	14,251
归属母公司股东权益	7,235	11,810	13,384	16,043	19,598
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	12,266	20,083	24,422	31,856	37,880

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,260	8,713	14,927	21,787	28,235
营业成本	3,601	5,620	11,092	16,219	21,004
营业税金及附加	61	48	83	121	157
销售费用	48	86	147	214	278
管理费用	172	222	380	555	719
研发费用	285	408	448	479	565
财务费用	142	53	128	159	231
资产减值损失	-72	-10	-10	-10	-10
公允价值变动收益	1	-1	3	1	2
投资净收益	6	32	35	39	42
营业利润	1,865	2,382	2,752	4,162	5,438
营业外收支	9	-2	-1	-1	-1
利润总额	1,874	2,380	2,751	4,161	5,436
所得税	245	260	301	455	595
净利润	1,629	2,120	2,450	3,706	4,842
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,629	2,120	2,450	3,706	4,842
EBITDA	2,491	2,945	3,755	5,451	6,950
EPS (元)	0.83	0.99	1.14	1.73	2.26

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,701	580	6,411	5,536	7,016
净利润	1,629	2,120	2,450	3,706	4,842
折旧摊销	405	545	978	1,252	1,437
营运资金变动	-477	-2,201	2,862	452	611
其它	144	116	121	127	126
投资活动现金流	-2,374	-3,563	-5,673	-5,471	-4,466
资本支出	-1,939	-3,760	-5,711	-5,510	-4,510
投资变动	-468	126	0	0	0
其他	33	72	38	40	44
筹资活动现金流	1,369	3,954	-2,351	-28	-2,409
银行借款	2,773	3,542	-1,326	1,176	-961
股权融资	29	2,510	0	0	0
其他	-1,432	-2,098	-1,025	-1,204	-1,448
现金净增加额	667	956	-1,613	38	141
期初现金余额	479	1,146	2,843	1,230	1,268
期末现金余额	1,146	2,102	1,230	1,268	1,409

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	30.2%	39.2%	71.3%	46.0%	29.6%
营业利润增长	120.5%	27.7%	15.5%	51.2%	30.6%
归母净利润增长	127.1%	30.2%	15.6%	51.3%	30.7%
获利能力					
毛利率	42.5%	35.5%	25.7%	25.6%	25.6%
净利率	26.0%	24.3%	16.4%	17.0%	17.1%
ROE	22.5%	17.9%	18.3%	23.1%	24.7%
ROIC	18.8%	13.4%	15.3%	18.7%	21.7%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	41.2%	45.2%	49.6%	48.3%
净负债比率	69.5%	70.0%	82.5%	98.6%	93.3%
流动比率	1.67	1.44	0.95	0.85	0.84
速动比率	1.42	0.96	0.66	0.56	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.43	0.61	0.68	0.75
应收账款周转率	4.51	7.88	5.69	5.98	6.12
存货周转率	13.06	3.83	9.82	9.81	9.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.83	0.99	1.14	1.73	2.26
每股经营现金流	1	0	3	3	3
每股净资产	3.54	5.50	6.23	7.47	9.13
估值比率					
P/E	48.07	58.53	36.70	24.26	18.57
P/B	11.26	10.53	6.72	5.60	4.59
EV/EBITDA	33.02	42.68	24.37	17.00	13.17

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。