

# 福莱特 (601865)

## 2022Q3 季报点评: 三季度盈利承压, 静待量利双升

买入 (维持)

2022年10月28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	15,662	22,810	30,757
同比	39%	80%	46%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	2,120	2,206	3,523	5,339
同比	30%	4%	60%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.99	1.03	1.64	2.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.06	38.50	24.11	15.91

#产能扩张

### 投资要点

■ **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 112.15 亿元, 同增 76.96%; 实现归属母公司净利润 15.04 亿元, 同减 12.38%。其中 2022Q3, 实现营业收入 39.1 亿元, 同增 69.33%, 环增 3.02%; 实现归属母公司净利润 5.02 亿元, 同增 10.03%, 环减 11.39%。2022Q1-3 毛利率为 22.08%, 同减 20.01pct, 2022Q3 毛利率 21.04%, 同减 10.66pct, 环减 2.69pct; 2022Q1-3 归母净利率为 13.41%, 同减 13.68pct, 2022Q3 归母净利率 12.83%, 同减 6.91pct, 环减 2.09pct。

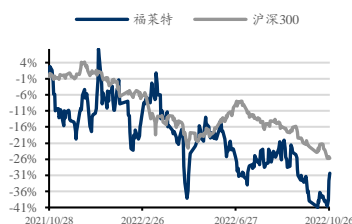
■ **2022Q3 玻璃价格承压, 静待量利双升:** 2022Q3 公司光伏玻璃销量约 1.5-1.6 亿平, 环增 5%, 基本持平。2022Q3 玻璃价格承压, 新进入者 7 月发起价格战行业降价 1 元/平, 2022Q3 整体均价约 27 元/平 (3.2mm), 较 2022Q2 环降 1 元。成本端, 虽纯碱价格下降但天然气成本上升, 对冲后整体成本持平。我们测算 2022Q3 毛利率环比 2022Q2 下降 1-2pct, 对应单平净利约 3 元/平, 环比下行。2022Q4 天然气供暖需求启动支撑玻璃涨价, 已有二线玻璃厂涨价 3 元/平 (3.2mm); 同时随硅料产能释放带动地面电站需求启动, 我们预计公司 2022 年 12 月双玻出货占比将达 70%, 有望迎来量利双升。2022 年全年有效日熔量预计 1.4 万吨, 同比翻倍, 2023 年预计 2 万吨, 同增 40%+。

■ **持续产能扩张, 龙头强者恒强:** 近日各省听证会陆续公布, 公司南通项目公示通过, 后续将加快产能建设。截至 2022Q3, 公司产能为 18200 吨/日, 2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉, 南通项目或在年底投建 1 座 1200 吨窑炉, 安徽生产基地的五期项目仍在审批过程中, 我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/26600 吨/日, 同增 69%/29%。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, 目前自供比例已环比提升 20pct 至 70%左右, 我们预计公司自供比例可长期维持在 70-80%, 增强成本竞争优势!

■ **盈利预测与投资评级:** 基于公司 2022Q3 玻璃价格承压, 我们下调公司盈利预期, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 22.1/35.2/53.4 亿元 (前值 24.7/35.2/53.4 亿元), 同比+4%/+60%/+52%。基于公司为玻璃行业龙头, 享有估值溢价, 我们给予 2023 年 33 倍 PE, 对应目标价 54.1 元, 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)	37.35
一年最低/最高价	30.58/57.95
市净率(倍)	5.98
流通 A 股市值(百万元)	63,254.96
总市值(百万元)	80,186.46

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.25
资产负债率(% ,LF)	54.02
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): 2022 年中报点评: Q2 盈利修复显著, 加码上游资源布局》

2022-08-26

《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

## 图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 112.15 亿元, 同比+76.96% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 15.04 亿元, 同比-12.38% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 39.1 亿元, 同比+69.33% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q3 归母净利润 5.02 亿元, 同比+10.03% (亿元, %)	4
图 5: 公司玻璃产能扩产计划 (吨/日)	5
图 7: 2022Q1-3 期间费用 7.54 亿元, 同比+0.11% (亿元, %)	5
图 8: 2022Q3 期间费用率 7.07%, 同比-5.74pct (%)	5
图 9: 2022Q3 现金净流入 1.66 亿元, 较去年同期由负转正 (亿元, %)	6
图 10: 2022Q3 期末应收账款 27.36 亿元, 较期初增长 16.3 亿元 (亿元)	6
表 1: 2022Q1-3 收入 112.15 亿元, 同比增长 76.96%; 盈利 15.04 亿元, 同比下降 12.38% (单位: 亿元)	3

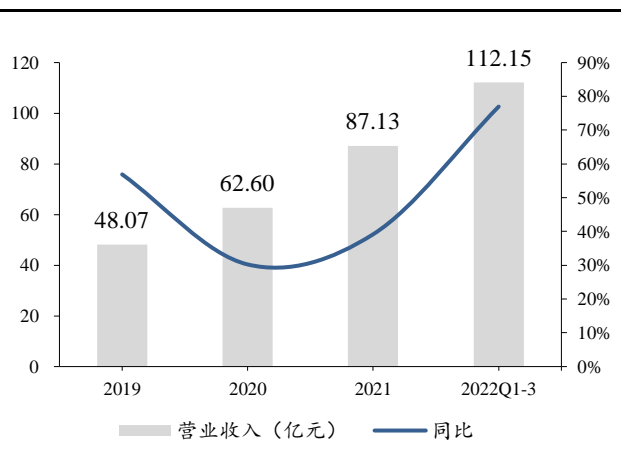
**事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 112.15 亿元, 同比增长 76.96%; 实现归属母公司净利润 15.04 亿元, 同比下降 12.38%。其中 2022Q3, 实现营业收入 39.1 亿元, 同比增长 69.33%, 环比增长 3.02%; 实现归属母公司净利润 5.02 亿元, 同比增长 10.03%, 环比下降 11.39%。2022Q1-3 毛利率为 22.08%, 同比下降 20.01pct, 2022Q3 毛利率 21.04%, 同比下降 10.66pct, 环比下降 2.69pct; 2022Q1-3 归母净利率为 13.41%, 同比下降 13.68pct, 2022Q3 归母净利率 12.83%, 同比下降 6.91pct, 环比下降 2.09pct。

**表1: 2022Q1-3 收入 112.15 亿元, 同比增长 76.96%; 盈利 15.04 亿元, 同比下降 12.38% (单位: 亿元)**

福莱特	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	112.15	63.37	77.0%	39.10	23.09	69.3%	37.96	3.0%
毛利率	22.1%	42.1%	-20.0pct	21.0%	31.7%	-10.7pct	23.7%	-2.7pct
营业利润	16.50	19.45	-15.1%	5.53	5.01	10.3%	6.02	-8.2%
利润总额	16.50	19.48	-15.3%	5.53	5.02	10.0%	6.02	-8.2%
归属母公司净利润	15.04	17.17	-12.4%	5.02	4.56	10.0%	5.66	-11.4%
扣非归母净利润	14.69	16.83	-12.7%	4.94	4.46	10.9%	5.55	-11.0%
归母净利率	13.4%	27.1%	-13.7pct	12.8%	19.7%	-6.9pct	14.9%	-2.1pct
股本 (亿股)	5.37	5.37	-	5.37	5.37	-	5.37	-
EPS (元/股)	2.80	3.20	-12.4%	0.93	0.85	10.0%	1.05	-11.4%

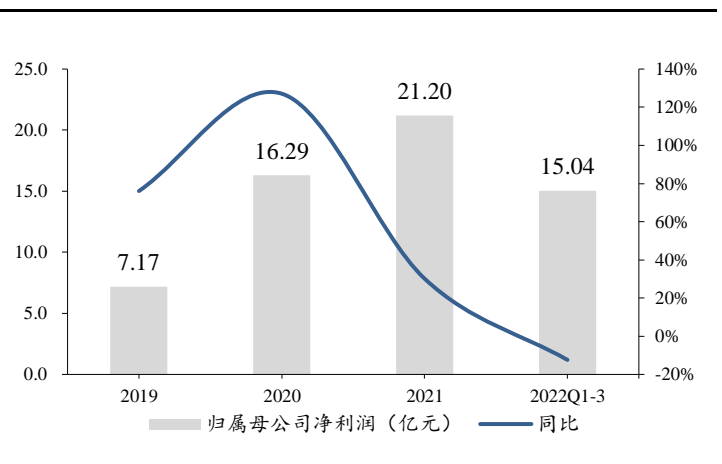
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022Q1-3 收入 112.15 亿元, 同比+76.96%(亿元, %)**



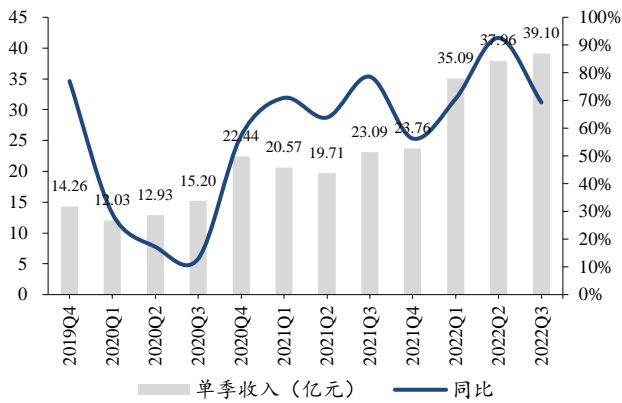
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022Q1-3 归母净利润 15.04 亿元, 同比-12.38% (亿元, %)**



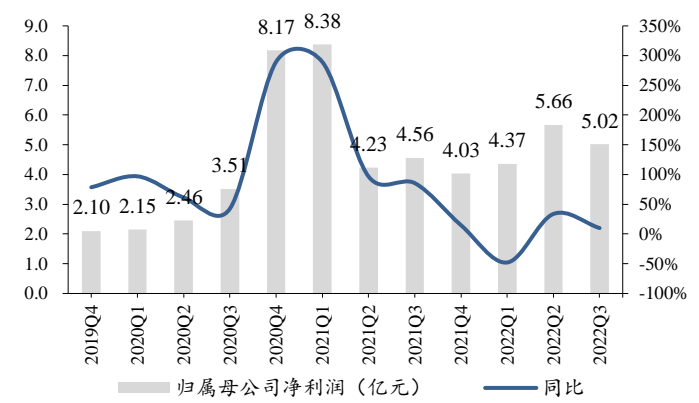
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 39.1 亿元, 同比+69.33% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 5.02 亿元, 同比+10.03% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2022Q3 玻璃价格承压, 静待量利双升:** 2022Q3 公司光伏玻璃销量约 1.5-1.6 亿平, 环增 5%, 基本持平。2022Q3 玻璃价格承压, 新进入者 7 月发起价格战行业降价 1 元/平, 2022Q3 整体均价约 27 元/平 (3.2mm), 较 2022Q2 环降 1 元。成本端, 虽纯碱价格下降但天然气成本上升, 对冲后整体成本持平。我们测算 2022Q3 毛利率环比 2022Q2 下降 1-2pct, 对应单平净利约 3 元/平, 环比下行。2022Q4 天然气供暖需求启动支撑玻璃涨价, 已有二线玻璃厂涨价 3 元/平 (3.2mm); 同时随硅料产能释放带动地面电站需求启动, 我们预计公司 2022 年 12 月双玻出货占比将达 70%, 有望迎来量利双升。2022 年全年有效日熔量预计 1.4 万吨, 同比翻倍, 2023 年预计 2 万吨, 同增 40%+。

**持续产能扩张, 龙头强者恒强:** 近日各省听证会陆续公布, 公司南通项目公示通过, 后续将加快产能建设。截至 2022Q3, 公司产能为 18200 吨/日, 2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉, 南通项目或在年底投建 1 座 1200 吨窑炉, 安徽生产基地的五期项目仍在审批过程中, 我们预计公司 2022/2023 年产能分别达 20600/26600 吨/日, 同增 69%/29%。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, 目前自供比例已环比提升 20pct 至 70%左右, 我们预计公司自供比例可长期维持在 70-80%, 增强成本竞争优势!

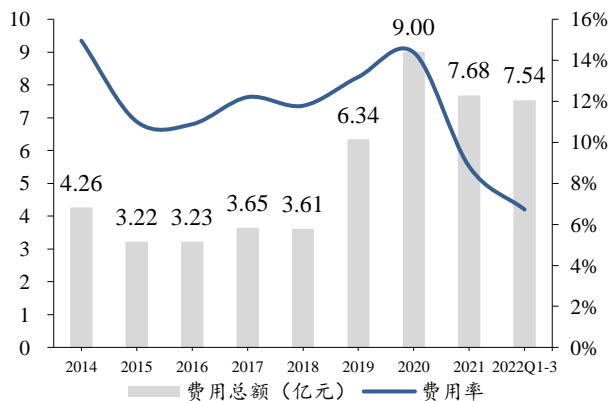
图5: 公司玻璃产能扩产计划 (吨/日)

福莱特产能分布及扩产计划	2017年	2018年	2019年年底	2020年年底	2021年底	2022年底	2023年底
浙江嘉兴一线	300	300	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
浙江嘉兴四线	600	600	600	600	600	600	600
浙江嘉兴五线	600	600	600	600	600	600	600
安徽凤阳一线	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳二线		1000	1000	1000	1000	1000	1000
安徽凤阳三线			1000	1000	1000	1000	1000
越南一线				1000	1000	1000	1000
越南二线					1000	1000	1000
安徽凤阳四线 (19年转债项目)					1200	1200	1200
安徽凤阳五线 (19年转债项目)					1200	1200	1200
安徽凤阳六线 (20年定增项目)					1200	1200	1200
安徽凤阳七线 (20年定增项目)					1200	1200	1200
浙江嘉兴六线						1200	1200
浙江嘉兴七线						1200	1200
安徽凤阳八线						1200	1200
安徽凤阳九线						1200	1200
安徽凤阳十线						1200	1200
安徽凤阳十一线						1200	1200
安徽凤阳十二线						1200	1200
安徽凤阳十三线							1200
安徽凤阳十四线							1200
安徽凤阳十五线							1200
安徽凤阳十六线							1200
江苏南通一线							1200
名义产能	3400	4400	5400	6400	12200	20600	26600
同比增速		29.41%	22.73%	18.52%	90.63%	68.85%	29.13%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

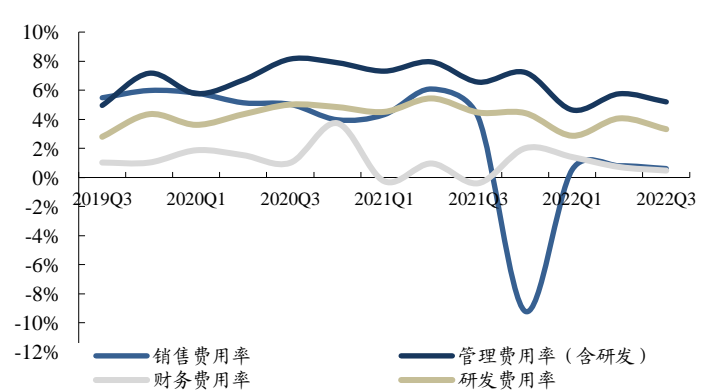
**控费能力优秀, 2022Q1-3 期间费用率同比下降:** 公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 0.11%至 7.54 亿元, 期间费用率下降 5.39 个百分点至 6.72%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 11.69%、上升 27.73%、上升 26.94%、上升 1964.74% 至 0.74 亿元、5.85 亿元、3.85 亿元、0.95 亿元; 费用率分别下降 4.15、下降 2.02、下降 1.35、上升 0.78 个百分点至 0.66%、5.21%、3.43%、0.85%。2022Q3, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比-10.96%/+34.44%/+25.83%/+305.17%, 费用率分别为 0.61%/5.20%/3.32%/0.48%。

图7: 2022Q1-3 期间费用 7.54 亿元, 同比+0.11% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

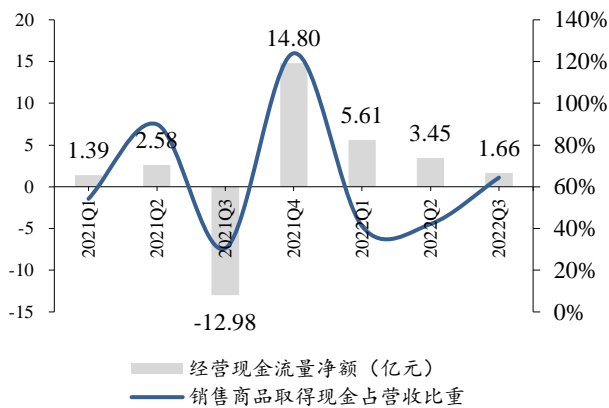
图8: 2022Q3 期间费用率 7.07%, 同比-5.74pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

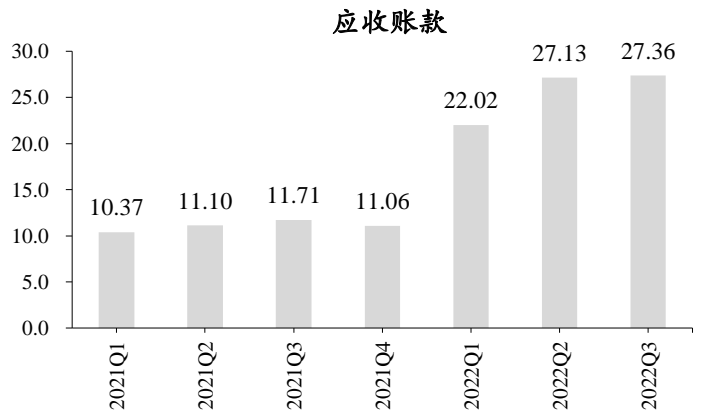
**现金流转为净流入, 盈利能力提升:** 公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 10.72 亿元, 去年同期经营性现金流净流出 9.01 亿元, 现金流由负转正, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 1.66 亿元, 较去年同期由负转正; 2022Q1-3 销售商品取得现金 21.90 亿元, 同比增长 748.84%。期末合同负债 0.98 亿元, 同比-55.46%。期末应收账款 27.36 亿元, 较期初增长 16.3 亿元, 应收账款周转天数下降 5.28 天至 46.25 天。期末存货 17.4 亿元, 较期初下降 5.37 亿元; 存货周转天数下降 26.21 天至 62.05 天。

图9: 2022Q3 现金净流入 1.66 亿元, 较去年同期由负转正 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末应收账款 27.36 亿元, 较期初增长 16.3 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:** 基于公司 2022Q3 玻璃价格承压, 我们下调公司盈利预期, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 22.1/35.2/53.4 亿元(前值 24.7/35.2/53.4 亿元), 同比+4%/+60%/+52%。基于公司为玻璃行业龙头, 享有估值溢价, 我们给予 2023 年 33 倍 PE, 对应目标价 54.1 元, 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
<b>流动资产</b>	<b>8,898</b>	<b>11,957</b>	<b>20,130</b>	<b>26,513</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,713</b>	<b>15,662</b>	<b>22,810</b>	<b>30,757</b>
货币资金及交易性金融资产	3,043	1,675	5,094	6,375	营业成本(含金融类)	5,620	11,404	16,305	21,840
经营性应收款项	3,269	5,269	7,952	10,721	税金及附加	48	110	148	185
存货	2,276	4,619	6,604	8,846	销售费用	86	697	1,004	1,230
合同资产	0	0	0	0	管理费用	222	390	547	624
其他流动资产	310	394	480	570	研发费用	408	658	932	1,134
<b>非流动资产</b>	<b>11,185</b>	<b>13,099</b>	<b>15,404</b>	<b>18,290</b>	财务费用	53	125	97	86
长期股权投资	72	72	72	72	加:其他收益	58	64	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	23	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	31	-23	71
长期待摊费用	7	7	8	8	<b>营业利润</b>	<b>2,382</b>	<b>2,436</b>	<b>3,907</b>	<b>5,921</b>
其他非流动资产	890	888	860	845	营业外净收支	-2	15	8	11
<b>资产总计</b>	<b>20,083</b>	<b>25,056</b>	<b>35,534</b>	<b>44,803</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,380</b>	<b>2,451</b>	<b>3,914</b>	<b>5,932</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,164</b>	<b>8,932</b>	<b>11,887</b>	<b>15,817</b>	减:所得税	260	245	391	593
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,171	841	310	310	<b>净利润</b>	<b>2,120</b>	<b>2,206</b>	<b>3,523</b>	<b>5,339</b>
经营性应付款项	3,344	6,785	9,701	12,994	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	353	716	1,023	1,370	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,120</b>	<b>2,206</b>	<b>3,523</b>	<b>5,339</b>
其他流动负债	297	590	852	1,142	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.03	1.64	2.49
非流动负债	2,108	2,108	6,108	6,108	EBIT	2,400	2,403	3,874	5,744
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968	EBITDA	2,945	2,961	4,590	6,665
应付债券	0	0	4,000	4,000	毛利率(%)	35.50	27.19	28.52	28.99
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	24.33	14.09	15.44	17.36
其他非流动负债	130	130	130	130	收入增长率(%)	39.18	79.75	45.64	34.84
<b>负债合计</b>	<b>8,273</b>	<b>11,040</b>	<b>17,995</b>	<b>21,925</b>	归母净利润增长率(%)	30.15	4.06	59.69	51.54
归属母公司股东权益	11,810	14,016	17,539	22,878					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,810</b>	<b>14,016</b>	<b>17,539</b>	<b>22,878</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,083</b>	<b>25,056</b>	<b>35,534</b>	<b>44,803</b>					

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	2,454	3,102	5,188	每股净资产(元)	5.50	6.53	8.17	10.66
投资活动现金流	-3,563	-2,364	-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	13.19	17.15	19.51
现金净增加额	956	-1,368	3,420	1,281	ROE-摊薄(%)	17.95	15.74	20.09	23.34
折旧和摊销	545	558	716	921	资产负债率(%)	41.19	44.06	50.64	48.94
资本开支	-3,760	-2,389	-3,025	-3,701	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.06	38.50	24.11	15.91
营运资本变动	-2,231	-539	-1,444	-1,371	P/B (现价)	7.19	6.06	4.84	3.71

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>

