

2023 年 11 月 08 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

福莱特 (601865)

Q3 业绩超预期，成本下行叠加需求高增兑现量利齐升

◆ 业绩增长迎来拐点，盈利能力稳步修复

报告期内公司实现营收 158.85 亿元、同比+41.6%，归母净利润 19.69 亿元、同比+30.9%，毛利率 21.2%、同比-0.9pcts，净利率 12.4%、同比-1.0pcts；分季度看，Q3 单季度实现营收 62.06 亿、同比+58.7%，归母净利润 8.84 亿元、同/环比+76.2%/+54.1%；毛利率 24.5%、同/环比+3.5pcts/+4.6pcts，净利率 14.3%、同/环比+1.5pcts/+1.0pcts。主营业务量利齐升态势主要得益于在下游组件排产提升拉动光伏玻璃需求的同时，重要原材料纯碱及天然气价格处于低位拓宽盈利空间。

此外，三季度末公司资产负债率由二季度末的 57.94%大幅下降至 46.44%，降低未来财务风险。同时公司周转率提升，存货周转天数由二季度末的 58.08 天下降至 45.02 天。

◆ 主产业链大幅降价实现以价换量，光伏玻璃需求维持高位

三季度以来，硅料持续下行。根据 PV Infolink，截至 2023 年 11 月 3 日，多晶硅致密料价格为 7.4 万/吨、YTD 降幅达到 61.1%，P 型/N 型 182 双面双玻组件价格分别为 1.12 元/W 和 1.18 元/W、YTD 降幅分别为 39.5%和 40.4%。以价换量的背景下，下游光伏市场需求有望受益高增。全球光伏主流市场具备乐观预期：据 EIA，2023M1-8 美国累计光伏装机 15.33GW、同比+50.5%；根据 Rystad Energy，2023 年欧洲光伏装机预计约 58GW、同比+38.1%；中国市场今年以来持续超预期发展，根据国家能源局，前三季度中国太阳能装机 128.9GW、同比+145.1%，维持逐月高增态势。

受下游组件需求拉动，光伏玻璃行业有望维持高景气。产能方面，根据上海钢联数据，截至 2023 年 11 月 2 日，中国光伏玻璃设计产能达到 10.2 万吨/天，有效产能达到 9.6 万吨/天、产能利用率达到 93.8%，开工率自三季度以来持续回升，由 80.3%上升至 82.3%。产量方面，根据工信部数据，2023 年 M1-8 光伏玻璃产量 1594 万吨、同比+65.5%，其中 8 月产量 222 万吨、同比+56.6%。

◆ 原材料价格波动传导流畅拓宽盈利空间，产能稳步释放巩固规模优势

纯碱、天然气等重要原材料价格震荡，公司产品价格传导通道顺畅。9 月以来至 11 月 3 日，受到上游纯碱大幅上涨影响（2171 元/吨上涨至 3232 元/吨），3.2mm/2.0mm 光伏玻璃价格分别由 26.0 元/平和 18.5 元/平上涨至 28.0 元/平和 18.5 元/平，显示了较强的价格传导能力。叠加天然气价格 Q3 低位运行，公司利润持续增厚。产能方面，公司当前产能为 2.06 万吨/天，后续安徽四期 4*1200 吨/天稳步推进，预计在年底陆续投产，实现 2.54 万吨/产能，稳居行业前二地位。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏装机持续高增，行业高景气无虞。公司产能稳步释放巩固规模优势，在手订单丰厚，原材料降本预期乐观，利润有望持续增厚。综上，我们认为公司有望呈现量增利稳趋势，调整公司 2023~2025 年归母净利润为 28.2/39.9/50.8 亿元，对应 PE 值分别为 23/16/13 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，需求不及预期，原材料价格波动；国内政策变化；公司产能投放不及预期。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8713.23	15460.84	22382.26	28245.51	35135.50
增长率（%）	39.18	77.44	44.77	26.20	24.39
归母净利润（百万元）	2119.92	2122.78	2820.29	3987.60	5081.18
增长率（%）	30.15	0.13	32.86	41.39	27.42
毛利率（%）	35.50	22.07	21.84	23.36	23.49
每股收益（元）	0.90	0.90	1.20	1.70	2.16
市盈率 PE	30.11	30.07	22.64	16.01	12.56
市净率 PB	5.41	4.71	3.99	3.28	2.68
净资产收益率 ROE（%）	22.51	17.95	15.13	17.12	20.01

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023 年 11 月 07 日

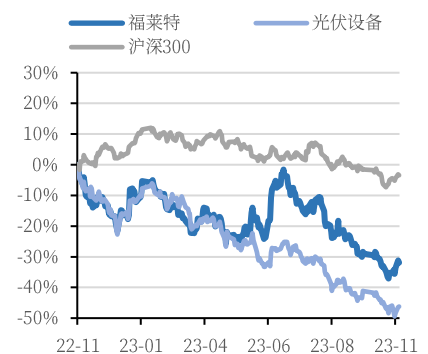
收盘价(元): 27.15

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	2,351.32
总市值(百万)	63,838.44
流通股本(百万股)	1,694.63
流通市值(百万)	46,009.33
12 月最高/最低价(元)	41.01/24.47
资产负债率(%)	46.44
每股净资产(元)	9.15
市盈率(TTM)	24.68
市净率(PB)	2.97
净资产收益率(%)	8.95

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】福莱特（601865）：23H1 业绩承压明显，需求提升叠加涨价预期盈利有望迎来拐点-0831 —2023-09-03

股市有风险 入市需谨慎

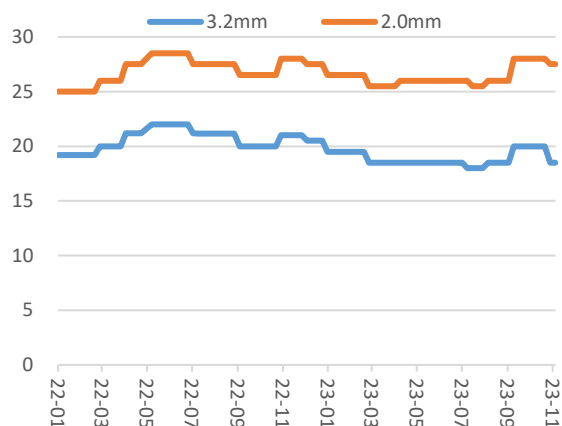
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

图1 光伏玻璃价格随原材料价格变化波动（元/平）



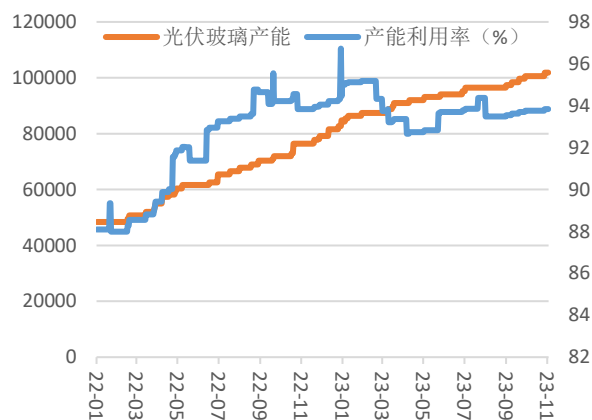
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 纯碱近期价格出现大幅波动（元/吨）



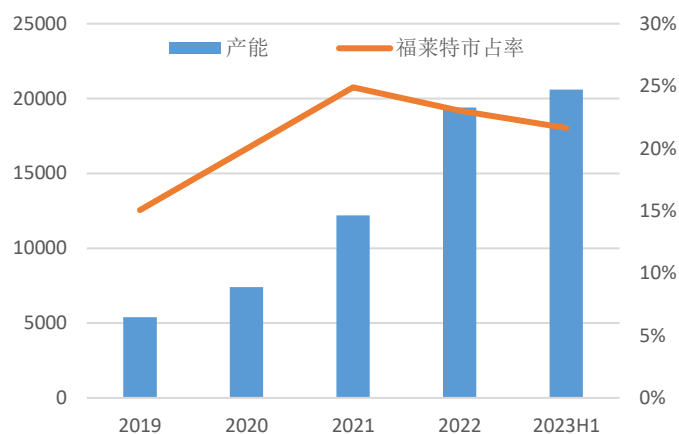
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 光伏玻璃产能及利用率均上升趋势（吨/日）



资料来源：上海钢联，中航证券研究所

图4 公司产能市占率近年来维持在 20%以上（吨/日）



资料来源：上海钢联，公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2843	2932	2238	2825	3514	营业收入	8713	15461	22382	28246	35136
应收票据及账款	2577	6102	8833	11147	13866	营业成本	5620	12048	17494	21646	26881
预付账款	692	578	1304	1646	2048	税金及附加	48	135	160	202	251
其他应收款	55	101	125	158	196	销售费用	86	119	145	169	193
存货	2276	2396	4357	5391	6695	管理费用	222	278	313	381	457
其他流动资产	455	272	460	579	720	研发费用	408	523	727	904	1107
流动资产总计	8898	12381	17317	21746	27039	财务费用	53	240	488	606	705
长期股权投资	72	83	88	94	100	资产减值损失	-10	-3	-9	-11	-14
固定资产	6486	11420	12143	14930	19591	信用减值损失	24	-39	-22	-28	-35
在建工程	3067	1874	6895	9916	10604	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	663	3784	3153	2522	1892	投资收益	32	13	11	11	12
长期待摊费用	7	16	8	0	0	公允价值变动损益	-1	-2	0	0	0
其他非流动资产	890	2824	2822	2819	2817	资产处置收益	4	-9	-8	-8	-8
非流动资产合计	11185	20000	25109	30282	35004	其他收益	58	77	54	54	54
资产总计	20083	32382	42426	52028	62043	营业利润	2382	2155	3080	4355	5550
短期借款	1861	3095	4791	17969	19033	营业外收入	3	1	6	6	6
应付票据及账款	3344	5065	9420	11211	13233	营业外支出	4	4	4	4	4
其他流动负债	960	2373	3060	3797	4713	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6164	10533	17271	32977	36979	利润总额	2380	2153	3081	4357	5551
长期借款	1979	7490	8497	-1064	546	所得税	260	30	261	369	470
其他非流动负债	130	326	182	182	182	净利润	2120	2123	2820	3988	5081
非流动负债合计	2108	7816	8679	-882	728	少数股东损益	0	0	0	0	0
负债合计	8273	18349	25950	32096	37707	归属母公司净利润	2120	2123	2820	3988	5081
股本	537	537	537	537	537	EBITDA	2973	3700	6466	8796	11541
资本公积	4833	4865	4865	4865	4865	NOPLAT	2166	2373	3273	4548	5733
留存收益	6441	8631	11075	14531	18934	EPS (元)	0.9	0.9	1.2	1.7	2.2
归属母公司权益	11810	14032	16477	19932	24336						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	11810	14032	16477	19932	24336						
负债和股东权益	20083	32382	42426	52028	62043						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	2120	2123	2767	3933	5027	成长能力					
折旧与摊销	540	1306	2897	3833	5284	营收增长率	39.2%	77.4%	44.8%	26.2%	24.4%
财务费用	53	240	488	606	705	营业利润增长率	27.7%	-9.5%	42.9%	41.4%	27.4%
投资损失	-32	-13	-11	-11	-12	EBIT 增长率	20.7%	-1.6%	49.1%	39.0%	26.1%
营运资金变动	-2231	-3655	-587	-1314	-1666	EBITDA 增长率	23.1%	24.5%	74.8%	36.0%	31.2%
其他经营现金流	125	169	60	67	67	归母净利润增长率	30.2%	0.1%	32.9%	41.4%	27.4%
经营性现金净流	575	170	5614	7114	9406	经营现金流增长率	-66.1%	-70.4%	3193.5%	26.7%	32.2%
资本支出	3716	7875	8144	9000	10000	盈利能力					
长期投资	126	194	0	0	0	毛利率	35.5%	22.1%	21.8%	23.4%	23.5%
其他投资现金流	28	-188	135	-7	-7	净利率	24.3%	13.7%	12.6%	14.1%	14.5%
投资性现金净流	-3563	-7869	-8009	-9007	-10007	营业利润率	27.3%	13.9%	13.8%	15.4%	15.8%
短期借款	1243	1235	1696	13178	1064	ROE	17.9%	15.1%	17.1%	20.0%	20.9%
长期借款	355	5511	1007	-9560	1610	ROA	10.6%	6.6%	6.6%	7.7%	8.2%
普通股增加	26	0	0	0	0	ROIC	26.9%	17.6%	14.1%	15.3%	15.6%
资本公积增加	2788	32	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	-459	1076	-1002	-1137	-1383	P/E	30	30	23	16	13
筹资性现金净流	3954	7854	1701	2480	1291	P/S	7	4	3	2	2
现金流量净额	951	211	-694	586	689	P/B	5	5	4	3	3
						股息率	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%
						EV/EBIT	13	11	22	16	13
						EV/EBITDA	11	7	12	9	7
						EV/NOPLAT	15	11	24	18	15

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637