

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 19.70	港元 19.50个	-1.0%

2024年3月28日

福莱特玻璃 (6865 HK)

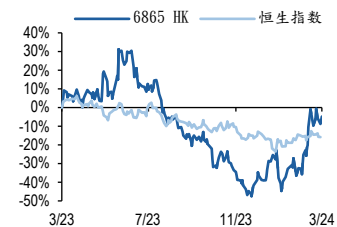
估值修复已基本完成，短期去库存难以持续，下调至中性

- 4 季度业绩环比小幅下降：**公司 2023 年实现收入/归母净利润 215/27.6 亿元（人民币，下同），同比增长 39%/30%，其中 4 季度 56.4/7.9 亿元，同比增长 33%/28%，环比下降 9%/10%。环比来看，4 季度光伏玻璃产量持平，但由 3 季度的销大于产转为产大于销，导致销量下降，单价略有上涨但单位成本涨幅更大，导致毛利率下降 1.1 个百分点至 23.4%。核心业务光伏玻璃去年收入同比增长 44%，其中销量增长 50%，单价下跌 4%，毛利率下降 0.9 个百分点至 22.4%，其中下半年同比/环比提高 0.8/4.4 个百分点至 24.4%。由于天然气和纯碱价格下跌，公司预计 1 季度毛利率同比提高，环比或小幅下降，好于我们预期。拟分派每股股息 0.38 元，全年股息 0.618 元，派息率 53%，同比提高 30 个百分点。
- 扩产明显延迟但仍将继续：**公司去年仅新增 1200 吨光伏玻璃产能，远低于 2022 年的 7200 吨和年初指引的 6000 吨，年底产能 20600 吨，今年计划新增 9600 吨。公司原定去年底开始陆续点火的风阳 4 条 1,200 吨推迟至本周末点火首条，此后每 1-2 个月 1 条。南通 4 条 1,200 吨计划在 8 月点火首条，此后每个月 1 条。公司目前尚无国内新产能获批，由于海外产能建设周期长（越南 1600 吨/印尼 2 条 1600 吨计划在 2026 年上半年/中旬投产），或将导致明年无可投产产能。
- 3 月玻璃超预期快速去库，但将引发大量新产能释放：**去年 11 月以来包括公司在内的行业供给增长持续慢于预期，3 月组件排产环比大增 50% 至 55GW，加之组件企业对此前较低的玻璃库存补库，推动玻璃超预期快速去库，目前公司库存仅 10 天，公司预计 4 月价格或小幅上涨。但我们认为目前行业有大量已基本建成的产能，随着库存快速下降和利润率回升，很快将有大量产能点火，我们统计 3-6 月或超 1.8 万吨（占目前全球产能 18%），将导致下半年供应大幅增长，但组件排产在高位基础上继续大幅提升的可能性较低，因此下半年尤其是 4 季度行业将再度供过于求。
- 估值修复已基本完成，下调至中性：**我们将 2024/25 年盈利预测上调 1%/下调 4%，基于 12 倍 2024 年市盈率，将目标价上调至 19.50 港元（原 19.00 港元）。目前光伏玻璃行业利润率仍尚可，我们认为难以打消企业扩产积极性，落后产能也尚未出清，未来几年仍将小幅产能过剩。公司股价相比去年 12 月最低点已上涨 84%，我们认为估值修复已基本完成，下调至中性。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	27.15
52周低位 (港元)	10.88
市值 (百万港元)	62,265.22
日均成交量 (百万)	11.69
年初至今变化 (%)	49.47
200天平均价 (港元)	15.10

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	15,461	21,524	23,844	30,688	34,812
同比增长 (%)	77.4	39.2	10.8	28.7	13.4
净利润 (百万人民币)	2,123	2,760	3,532	4,511	5,351
每股盈利 (人民币)	0.99	1.17	1.50	1.92	2.28
同比增长 (%)	0.1	18.7	28.0	27.7	18.6
前EPS预测值 (人民币)			1.48	2.01	
调整幅度 (%)			1.4	-4.3	
市盈率 (倍)	18.4	15.5	12.1	9.5	8.0
每股账面净值 (人民币)	6.54	9.45	10.42	11.67	13.15
市账率 (倍)	2.78	1.93	1.75	1.56	1.38
股息率 (%)	1.3	3.4	2.9	3.7	4.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	4Q22	3Q23	4Q23	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	4246.1	6206.3	5639.0	32.8	-9.1
营业成本	(3310.2)	(4684.6)	(4318.1)	30.4	-7.8
毛利	936.0	1521.7	1320.9	41.1	-13.2
税金及附加	(52.5)	(70.1)	(43.1)	-18.0	-38.5
销售费用	(45.3)	(12.0)	(66.5)	46.9	454.3
管理费用	(77.7)	(82.6)	(99.0)	27.4	19.9
研发费用	(138.3)	(202.3)	(107.9)	-22.0	-46.6
财务费用	(145.0)	(117.9)	(208.5)	43.8	76.9
其他收益	23.7	16.7	122.5	416.7	633.6
投资收益	8.7	2.2	13.5	55.4	521.7
公允价值变动损益	0.2	0.5	0.5	146.4	14.0
信用减值损失	(6.2)	(23.5)	(53.4)	765.8	127.7
资产减值损失	0.9	(0.2)	(37.0)	-4197.4	16593.0
资产处置收益	0.4	(7.7)	0.7	63.4	-109.5
营业外收支	(2.2)	0.1	(0.1)	-93.9	-210.3
税前利润	502.8	1024.9	842.5	67.6	-17.8
所得税	115.7	(139.0)	(50.7)	-143.8	-63.5
净利润	618.5	885.9	791.8	28.0	-10.6
少数股东损益	0.0	(2.2)	(0.7)	NA	-69.1
归母净利润	618.5	883.7	791.1	27.9	-10.5

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司光伏玻璃业务数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024E	2025E	2026E
销量 (亿平米)	12.20	13.63	17.89	20.22
单位售价 (人民币元/平米)	16.1	16.0	15.9	16.0
单位成本 (人民币元/平米)	12.5	12.2	12.2	12.2
毛利率 (%)	22.4	23.5	23.0	23.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 福莱特玻璃 (6865 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	1.60	2.00	25.0%	2024年03月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.16	3.90	23.4%	2024年03月25日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.88	22.70	27.0%	2024年03月20日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.72	1.94	12.8%	2024年01月11日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.39	8.57	59.0%	2023年08月31日	运营商
688390 CH	固德威	买入	98.88	135.60	37.1%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	102.08	125.50	22.9%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.08	12.80	27.0%	2024年03月27日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.27	1.67	31.5%	2024年03月18日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	5.99	5.93	-1.0%	2024年02月29日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	买入	5.46	5.71	4.6%	2023年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	19.70	19.50	-1.0%	2024年03月27日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.09	1.16	6.4%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 27 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	15,461	21,524	23,844	30,688	34,812
主营业务成本	(12,048)	(16,831)	(18,312)	(23,697)	(26,718)
毛利	3,413	4,693	5,532	6,991	8,095
销售及管理费用	(396)	(422)	(465)	(598)	(679)
研发费用	(523)	(597)	(668)	(859)	(975)
其他经营净收入/费用	(97)	(140)	(100)	(166)	(179)
经营利润	2,396	3,534	4,300	5,368	6,263
财务成本净额	(240)	(483)	(426)	(393)	(322)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(2)	0	0	0	0
税前利润	2,153	3,052	3,874	4,975	5,940
税费	(30)	(289)	(339)	(460)	(586)
非控股权益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	2,123	2,760	3,532	4,511	5,351
作每股收益计算的净利润	2,123	2,760	3,532	4,511	5,351

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,319	5,479	3,662	4,739	5,829
应收账款及票据	6,102	7,285	7,892	10,107	11,430
存货	2,396	2,001	3,052	3,949	4,453
其他流动资产	1,564	2,067	2,462	2,885	3,343
总流动资产	12,381	16,833	17,068	21,680	25,055
投资物业	17	512	512	512	512
物业、厂房及设备	13,100	16,871	20,211	19,814	20,753
无形资产	3,978	4,053	3,525	2,992	2,453
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,905	4,713	4,713	4,713	4,713
总长期资产	20,000	26,149	28,962	28,032	28,431
总资产	32,382	42,982	46,031	49,713	53,486
短期贷款	4,398	3,167	2,136	1,407	0
应付账款	5,065	5,434	7,065	8,478	10,173
其他短期负债	1,071	583	734	796	800
总流动负债	10,533	9,185	9,935	10,681	10,973
长期贷款	7,478	10,411	10,411	10,411	10,411
长期应付账款	12	538	538	538	538
其他长期负债	326	557	557	557	557
总长期负债	7,816	11,506	11,506	11,506	11,506
总负债	18,349	20,691	21,441	22,187	22,479
股本	537	588	588	588	588
储备及其他资本项目	13,496	21,627	23,923	26,855	30,333
股东权益	14,032	22,215	24,511	27,443	30,921
非控股权益	0	76	79	83	86
总权益	14,032	22,291	24,590	27,526	31,007

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,153	3,052	3,874	4,975	5,940
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	1,305	1,820	2,237	2,480	2,651
营运资本变动	(3,655)	(3,530)	(1,730)	(3,267)	(2,005)
利息调整	240	483	426	393	322
其他经营活动现金流	134	142	(303)	(413)	(554)
经营活动现金流	177	1,967	4,503	4,169	6,354
资本开支	(8,071)	(5,612)	(3,420)	(137)	(1,354)
其他投资活动现金流	202	(213)	(111)	(159)	(186)
投资活动现金流	(7,869)	(5,826)	(3,531)	(296)	(1,540)
负债净变动	4,498	2,454	(1,031)	(729)	(1,407)
权益净变动	0	6,039	0	0	0
股息	(494)	(453)	(1,236)	(1,579)	(1,873)
其他融资活动现金流	3,850	(1,039)	(523)	(487)	(445)
融资活动现金流	7,854	7,002	(2,789)	(2,796)	(3,725)
汇率收益/损失	56	17	0	0	0
年初现金	2,102	2,319	5,479	3,662	4,739
年末现金	2,319	5,479	3,662	4,739	5,829

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.989	1.174	1.502	1.919	2.276
全面摊薄每股收益	0.989	1.174	1.502	1.919	2.276
每股股息	0.230	0.618	0.526	0.672	0.797
每股账面值	6.536	9.448	10.424	11.671	13.151
利润率分析 (%)					
毛利率	22.1	21.8	23.2	22.8	23.3
EBITDA利润率	23.9	24.9	27.4	25.6	25.6
EBIT利润率	15.5	16.4	18.0	17.5	18.0
净利率	13.7	12.8	14.8	14.7	15.4
盈利能力 (%)					
ROA	9.1	9.4	9.7	11.2	12.1
ROE	16.4	15.2	15.1	17.4	18.3
ROIC	14.5	13.6	13.6	15.0	17.1
其他					
净负债权益比 (%)	68.1	36.3	36.1	25.7	14.8
利息覆盖率	14.2	11.1	15.4	20.0	27.7
流动比率	1.2	1.8	1.7	2.0	2.3
存货周转天数	70.8	47.7	50.4	53.9	57.4
应收账款周转天数	102.4	113.5	116.2	107.0	112.9

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年3月28日
福莱特玻璃 (6865 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。