

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

光伏玻璃出货量大幅增长，龙头地位稳固

——福莱特(601865)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

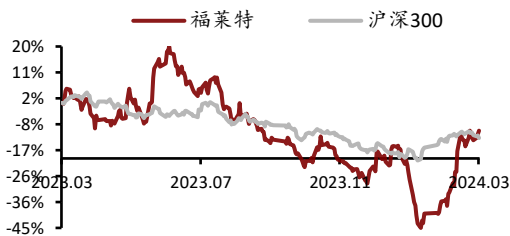
市场数据(2024-03-27)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 29.13 |
| 一年内最高/最低(元) | 39.28/17.80 |
| 沪深 300 指数 | 3,502.79 |
| 市净率(倍) | 3.15 |
| 流通市值(亿元) | 684.28 |

基础数据(2023-12-31)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 9.24 |
| 每股经营现金流(元) | 0.84 |
| 毛利率(%) | 21.80 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 12.42 |
| 资产负债率(%) | 48.14 |
| 总股本/流通股(万股) | 235,132.43/234,906.43 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/45,000.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《福莱特(601865)年报点评:短期业绩有所承压，光伏玻璃龙头景气低谷持续扩张》

2023-04-07

《福莱特(601865)公司深度分析:光伏玻璃龙头，砥砺前行》 2023-02-22

《福莱特(601865)中报点评: Q2 盈利环比改善，产能稳步释放巩固行业领先地位》

2022-09-09

联系人：马焱琦

电话： 021-50586973

地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编： 200122

事件：

公司发布 2023 年年报，全年实现营业收入 215.24 亿元，同比增长 39.21%，归属于母公司股东的净利润 27.60 亿元，同比增长 30.00%；经营活动产生的现金流量净额 19.67 亿元，同比增长 10.12 倍；基本每股收益 1.24 元/股；加权平均净资产收益率 15.49%，同比下滑 0.78 个百分点。

点评：

- **光伏玻璃出货量，公司业绩增长稳健。**公司主营业务涉及光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃四大领域，其中，光伏玻璃的生产和销售是最核心业务。2023 年，公司光伏玻璃实现营业总收入 196.77 亿元，同比增长 43.82%，收入占比 91.42%。全年公司光伏玻璃销售量 12.20 亿平，同比增长 139.23%；销售均价 16.13 元/平米，同比下降 39.88%；单位生产成本 12.51 元/平米，同比下降 39.20%。公司光伏玻璃销量显著增长主要受下游光伏装机高速增长，2.0mm 光伏玻璃销售结构占比显著提升以及公司产能增加影响。而光伏玻璃销售均价和平均成本大幅下降，主要受 2.0mm 光伏玻璃销售占比大幅提高影响。光伏玻璃业务销售毛利率 22.45%，同比下滑 0.87 个百分点。2023 年，光伏玻璃行业供需处于偏松状态，产品价格处于低位。公司充分发挥规模效应，成本控制良好，出货保持快速增长，进而拉动业绩增长。
- **公司龙头市场地位稳固，产品结构优化。**公司与信义光能处于行业的第一梯队，合计市场份额超过 50%。公司持续扩大光伏玻璃产能，截止 2023 年底，总产能为 20600 吨/天。2024 年拟新增项目为安徽四期项目和南通项目，总计日熔化量 9600 吨/天。另外，公司拟在印度尼西亚投资建设 2 座日熔化量 1600 吨光伏组件盖板玻璃项目，满足海外市场对光伏玻璃需求。公司产品结构逐步以 2.0mm 光伏玻璃为主，单位能耗和成品率拉开与二三线厂商的差距。公司在行业低谷时稳步扩充先进产能，巩固行业地位，在行业供需改善过程中，享受景气上行阶段红利。
- **2024 年全球光伏装机有望保持稳健增长，光伏玻璃新增产能放缓有望改善供需格局。**根据中国光伏行业协会披露的数据，2023 年，中国、全球光伏装机分别达 216.88GW、390GW，分别同比增长 145.12%和 69.57%。2024 年，中东、非洲等新兴区域的清洁能源需求有望保持高增态势，而中国、欧洲预计需求平稳，全球光伏装机容量有望保持稳健增长，进而拉动光伏玻璃市场需求。从供给端来看，光伏玻璃经历 2021 年以来的供给增加、价格下行周期，

目前项目投资的经济性下滑，叠加政府审批严格，新增产能显著放缓，行业供需有望逐步改善。

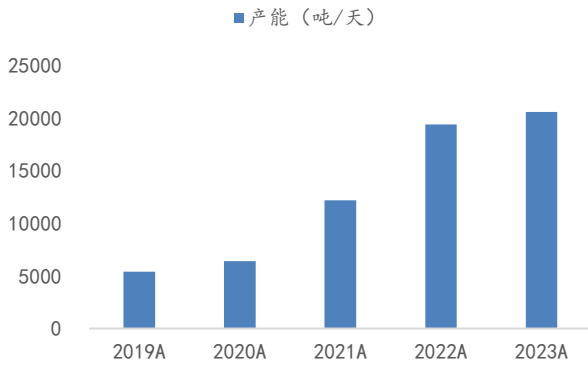
- **维持公司“增持”投资评级。**暂时不考虑公司可转换债券转股摊薄影响，预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 35.17 亿元、50.67 亿元和 61.09 亿元，对应每股收益为 1.50、2.15 和 2.60 元/股，按照 3 月 27 日 29.13 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 19.47、13.52 和 11.21 倍。公司作为国内光伏玻璃行业龙头企业，具备超白石英砂资源优势，生产规模优势和成本优势。公司在行业低谷时保持较好盈利水平且持续扩大先进产能，优化大尺寸和薄片玻璃产品结构，成长预期良好，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：全球光伏装机需求不及预期；光伏玻璃扩张速度过快，盈利能力下滑风险；原材料、燃料动力价格上涨。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 15,461 | 21,524 | 25,520 | 33,679 | 37,125 |
| 增长比率（%） | 77.44 | 39.21 | 18.57 | 31.97 | 10.23 |
| 净利润（百万元） | 2,123 | 2,760 | 3,517 | 5,067 | 6,109 |
| 增长比率（%） | 0.13 | 30.00 | 27.44 | 44.07 | 20.57 |
| 每股收益(元) | 0.90 | 1.17 | 1.50 | 2.15 | 2.60 |
| 市盈率(倍) | 32.27 | 24.82 | 19.47 | 13.52 | 11.21 |

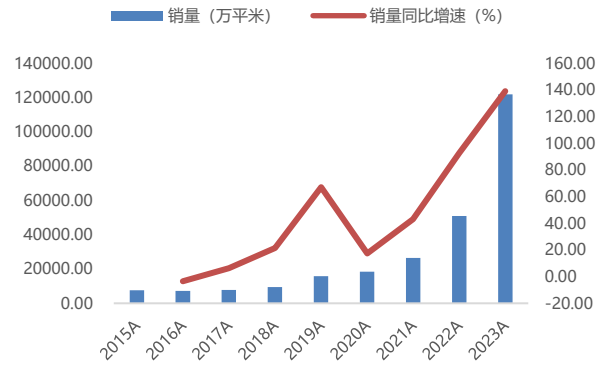
资料来源：中原证券，聚源

图 1：公司光伏玻璃产能



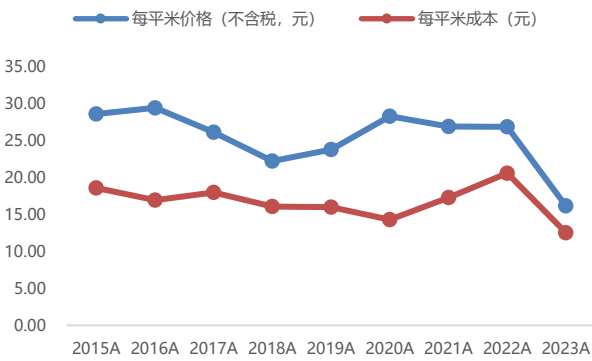
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：公司光伏玻璃销售量和同比增长



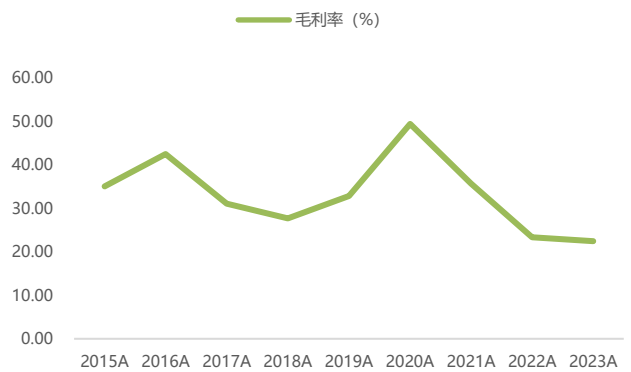
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：公司光伏玻璃销售均价和单位成本



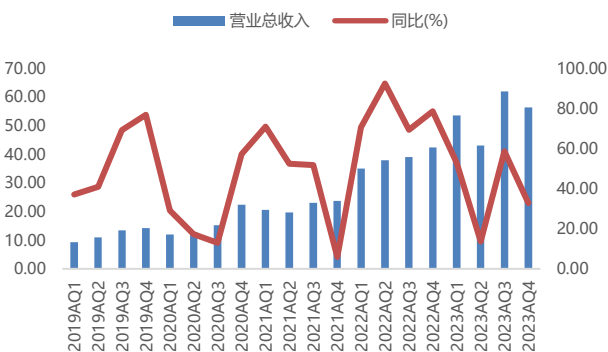
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：公司光伏玻璃毛利率走势



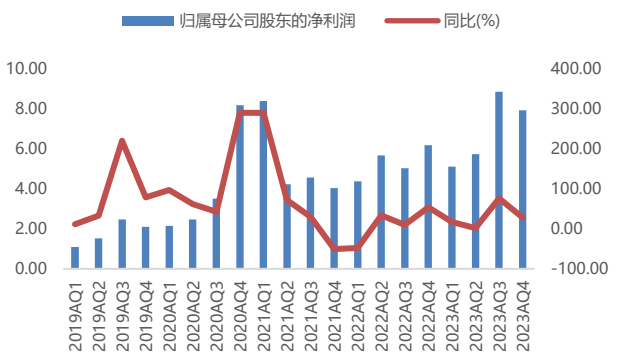
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司季度营业总收入和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司季度归母净利润和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 12,381 | 16,833 | 20,043 | 24,707 | 27,713 |
| 现金 | 2,932 | 6,616 | 7,046 | 7,518 | 8,642 |
| 应收票据及应收账款 | 5,317 | 5,279 | 6,989 | 9,155 | 10,012 |
| 其他应收款 | 101 | 111 | 142 | 187 | 206 |
| 预付账款 | 578 | 335 | 395 | 513 | 555 |
| 存货 | 2,396 | 2,001 | 2,691 | 3,818 | 4,472 |
| 其他流动资产 | 1,057 | 2,491 | 2,781 | 3,515 | 3,825 |
| 非流动资产 | 20,000 | 26,149 | 30,251 | 32,613 | 33,322 |
| 长期投资 | 83 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 固定资产 | 11,226 | 15,115 | 19,295 | 22,046 | 23,300 |
| 无形资产 | 3,784 | 3,280 | 3,080 | 2,880 | 2,680 |
| 其他非流动资产 | 4,908 | 7,654 | 7,776 | 7,587 | 7,242 |
| 资产总计 | 32,382 | 42,982 | 50,294 | 57,320 | 61,035 |
| 流动负债 | 10,533 | 9,185 | 10,880 | 13,039 | 13,345 |
| 短期借款 | 3,095 | 1,914 | 2,914 | 3,414 | 3,414 |
| 应付票据及应付账款 | 5,065 | 5,434 | 5,975 | 7,409 | 7,626 |
| 其他流动负债 | 2,373 | 1,837 | 1,991 | 2,217 | 2,305 |
| 非流动负债 | 7,816 | 11,506 | 14,106 | 15,206 | 15,306 |
| 长期借款 | 3,889 | 6,655 | 9,155 | 10,155 | 10,155 |
| 其他非流动负债 | 3,927 | 4,851 | 4,951 | 5,051 | 5,151 |
| 负债合计 | 18,349 | 20,691 | 24,986 | 28,245 | 28,651 |
| 少数股东权益 | 0 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 股本 | 537 | 588 | 588 | 588 | 588 |
| 资本公积 | 4,865 | 10,798 | 10,798 | 10,798 | 10,798 |
| 留存收益 | 8,092 | 10,292 | 13,309 | 17,076 | 20,385 |
| 归属母公司股东权益 | 14,032 | 22,215 | 25,232 | 28,999 | 32,308 |
| 负债和股东权益 | 32,382 | 42,982 | 50,294 | 57,320 | 61,035 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 177 | 1,967 | 3,890 | 5,361 | 7,555 |
| 净利润 | 2,123 | 2,763 | 3,517 | 5,067 | 6,109 |
| 折旧摊销 | 1,313 | 1,845 | 1,898 | 2,138 | 2,291 |
| 财务费用 | 393 | 598 | 612 | 757 | 805 |
| 投资损失 | -13 | -28 | -51 | -67 | -74 |
| 营运资金变动 | -3,623 | -3,499 | -2,235 | -2,683 | -1,726 |
| 其他经营现金流 | -16 | 287 | 150 | 150 | 150 |
| 投资活动现金流 | -7,869 | -5,826 | -5,949 | -4,433 | -2,926 |
| 资本支出 | -8,061 | -5,591 | -6,000 | -4,500 | -3,000 |
| 长期投资 | 194 | -228 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -1 | -7 | 51 | 67 | 74 |
| 筹资活动现金流 | 7,854 | 7,002 | 2,288 | -657 | -3,705 |
| 短期借款 | 1,235 | -1,182 | 1,000 | 500 | 0 |
| 长期借款 | 1,921 | 2,766 | 2,500 | 1,000 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 32 | 5,933 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 4,666 | -567 | -1,212 | -2,157 | -3,705 |
| 现金净增加额 | 217 | 3,160 | 430 | 472 | 1,124 |

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 15,461 | 21,524 | 25,520 | 33,679 | 37,125 |
| 营业成本 | 12,048 | 16,831 | 19,734 | 25,646 | 27,731 |
| 营业税金及附加 | 135 | 198 | 230 | 303 | 334 |
| 营业费用 | 119 | 120 | 140 | 185 | 204 |
| 管理费用 | 278 | 302 | 357 | 472 | 520 |
| 研发费用 | 523 | 597 | 766 | 1,010 | 1,114 |
| 财务费用 | 240 | 483 | 512 | 651 | 693 |
| 资产减值损失 | -3 | -52 | -50 | -50 | -50 |
| 其他收益 | 77 | 167 | 204 | 269 | 297 |
| 公允价值变动收益 | -2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 13 | 28 | 51 | 67 | 74 |
| 资产处置收益 | -9 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,155 | 3,051 | 3,886 | 5,599 | 6,750 |
| 营业外收入 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 4 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,153 | 3,052 | 3,886 | 5,599 | 6,750 |
| 所得税 | 30 | 289 | 369 | 532 | 641 |
| 净利润 | 2,123 | 2,763 | 3,517 | 5,067 | 6,109 |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 2,123 | 2,760 | 3,517 | 5,067 | 6,109 |
| EBITDA | 3,706 | 5,380 | 6,297 | 8,388 | 9,734 |
| EPS (元) | 0.90 | 1.17 | 1.50 | 2.15 | 2.60 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 77.44 | 39.21 | 18.57 | 31.97 | 10.23 |
| 营业利润 (%) | -9.51 | 41.58 | 27.36 | 44.07 | 20.57 |
| 归属母公司净利润 (%) | 0.13 | 30.00 | 27.44 | 44.07 | 20.57 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 22.07 | 21.80 | 22.67 | 23.85 | 25.30 |
| 净利率 (%) | 13.73 | 12.82 | 13.78 | 15.04 | 16.46 |
| ROE (%) | 15.13 | 12.42 | 13.94 | 17.47 | 18.91 |
| ROIC (%) | 9.11 | 8.79 | 9.25 | 11.69 | 13.00 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 56.67 | 48.14 | 49.68 | 49.28 | 46.94 |
| 净负债比率 (%) | 130.76 | 92.82 | 98.73 | 97.15 | 88.47 |
| 流动比率 | 1.18 | 1.83 | 1.84 | 1.89 | 2.08 |
| 速动比率 | 0.87 | 1.55 | 1.54 | 1.54 | 1.68 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.57 | 0.55 | 0.63 | 0.63 |
| 应收账款周转率 | 7.89 | 6.63 | 6.23 | 6.48 | 6.04 |
| 应付账款周转率 | 3.76 | 3.90 | 4.17 | 4.67 | 4.54 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.90 | 1.17 | 1.50 | 2.15 | 2.60 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.08 | 0.84 | 1.65 | 2.28 | 3.21 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.97 | 9.45 | 10.73 | 12.33 | 13.74 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 32.27 | 24.82 | 19.47 | 13.52 | 11.21 |
| P/B | 4.88 | 3.08 | 2.71 | 2.36 | 2.12 |
| EV/EBITDA | 21.71 | 13.06 | 12.57 | 9.57 | 8.14 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。