

买入

Q1 业绩表现良好，光伏玻璃盈利持续向上

福莱特玻璃 (6865.HK)

2024-05-10 星期五

投资要点

目标价: 25.26 港元

现价: 18.78 港元

预计升幅: 35%

重要数据

日期	2024-05-09
收盘价 (港元)	18.78
总股本 (百万股)	2,351
流通盘 (百万股)	450
流通值 (亿港元)	84.5
总市值 (亿港元)	650
净资产 (百万元)	25,317
总资产 (百万元)	47,856
52 周高低 (港元)	27.25/10.7
每股净资产 (港元)	10.71

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非
(51.72%)

相关报告

首次报告-20200717

更新报告-20200805

更新报告-20210202/0414/0816

更新报告-20221109/20230601

更新报告-20230915

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2024Q1 实现盈利为人民币 7.6 亿元，同比增长 48.57%:

2024 年第一季度，公司实现营业收入 57.26 亿元人民币，同比增长 6.73%；归属于上市公司股东的净利润 7.60 亿元，同比增长 48.57%；基本每股收益 0.32 元。Q1 光伏玻璃基本稳定，业绩表现良好，主要受益纯碱成本同比下降明显，期间费用下降以及减值损失冲回，带来盈利显著提升。

➤ 4 月光伏玻璃价格上涨 0.5-1 元/平，Q2 盈利持续向上:

受益节后光伏组件开工需求拉动，3 月光伏玻璃库存下降明显，进而推动 4 月价格小幅上涨 0.5-1 元/平，隆众资讯数据显示，3.2mm 厚度的玻璃主流价格为 26.5 元/m²，2.0mm 厚度的玻璃主流价格为 18.5 元/m²。预计光伏玻璃价格 Q2 整体保持稳定，利润向上空间主要来自纯碱价格以及淡季天然气价格的下调，预期 Q2 光伏玻璃盈利同比仍将显著增长。

➤ 海内外积极扩产支撑未来业绩增长:

截至 2023 年底，公司总产能为 20,600 吨/天。此外，安徽四期项目和南通项目，8 座 1200 吨，总计日融化量 9,600 吨/天，预计今年陆续点火运营，截至 2024 年底预计公司名义产能将达到约 30,200 吨。考虑产能爬坡，预计 2024 年实际产量同比增长 20-30%，而 9600 吨新增产线在 2025 年就是全年贡献。远期产能方面，国内广西北海、四川宜宾和江苏连云港三个基地 4 座 1600 吨在走听证会流程；海外越南 1 条 1600 吨以及印尼 2 条 1600 吨产能，预计将在 2026 年或之后陆续点火。公司龙头优势显著，海内外积极扩产，将有利支撑业绩持续增长。

➤ 维持买入评级，给予目标价 25.26 港元:

我们更新公司目标价 25.26 港元，相当于 2024 年和 2025 年 14 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 35% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	15,461	21,524	25,403	30,919	36,699
同比增长(%)	77.4%	39.2%	18.0%	21.7%	18.7%
净利润	2,123	2,760	3,859	4,856	5,782
同比增长(%)	0.1%	30.0%	39.8%	25.8%	19.1%
每股盈利 (元)	0.99	1.24	1.64	2.07	2.46
PE@18.78HKD	17.2	13.8	10.4	8.3	6.9
每股股息 (元)	0.23	0.62	0.33	0.41	0.49
股息率	1.3%	3.6%	1.9%	2.4%	2.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2024Q1 实现盈利为人民币 7.6 亿元，同比增长 48.57%：

2024 年第一季度，公司实现营业收入 57.26 亿元人民币，同比增长 6.73%；归属于上市公司股东的净利润 7.60 亿元，同比增长 48.57%；基本每股收益 0.32 元。Q1 光伏玻璃基本稳定，业绩表现良好，主要受益纯碱成本同比下降明显，期间费用下降以及减值损失冲回，带来盈利显著提升。

4 月光伏玻璃价格上涨 0.5-1 元/平，Q2 盈利持续向上：

受益节后光伏组件开工需求拉动，3 月光伏玻璃库存下降明显，进而推动 4 月价格小幅上涨 0.5-1 元/平，隆众资讯数据显示，3.2mm 厚度的玻璃主流价格为 26.5 元/㎡，2.0mm 厚度的玻璃主流价格为 18.5 元/㎡。预计光伏玻璃价格 Q2 整体保持稳定，利润向上空间主要来自纯碱价格以及淡季天然气价格的下调，预期 Q2 光伏玻璃盈利同比仍将显著增长。展望 2024 年全年，预计行业需求增长 20%，产能供给增长 20-25%左右，Q4 随着新增产能释放，供需略宽松，光伏玻璃价格或将下幅承压，但受益天然气和纯碱成本端的下行，预计盈利环比上半年整体保持稳定。

海内外积极扩产支撑未来业绩增长：

截至 2023 年底，公司总产能为 20,600 吨/天。此外，安徽四期项目和南通项目，8 座 1200 吨，总计日熔化量 9,600 吨/天，预计今年陆续点火运营，截至 2024 年底预计公司名义产能将达到约 30,200 吨。考虑产能爬坡，预计 2024 年实际产量同比增长 20-30%；而 9600 吨新增产线在 2025 年就是全年贡献。

远期产能方面，国内广西北海、四川宜宾和江苏连云港三个基地 4 座 1600 吨在走听证会流程；海外越南 1 条 1600 吨以及印尼 2 条 1600 吨产能，预计将在 2026 年或之后陆续点火。公司龙头优势显著，海内外积极扩产，将有利支撑业绩持续增长。

维持买入评级，给予目标价至 25.26 港元：

我们更新公司目标价 25.26 港元，相当于 2024 年和 2025 年 14 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 35%上升空间，维持买入评级。

风险提示：

光伏装机需求不及预期

光伏玻璃价格下跌超出预期

原材料成本上涨超出预期

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	27.03	591	23.0	16.7	12.9	10.7	2.8	2.5	2.1	1.8
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	20.43	41	48.7	27.8	20.9	18.3	1.3	1.2	1.2	1.1
	000012.SZ	南玻A	RMB	5.68	136	10.5	-	-	-	1.2	-	-	-
平均						27.4	22.2	16.9	14.5	1.7	1.8	1.6	1.4
H股	0968.HK	信义光能	HKD	5.86	522	13.7	10.0	7.7	6.5	1.6	1.5	1.3	1.2
	3868.HK	信义能源	HKD	1.15	95	9.8	8.1	6.9	6.3	0.7	0.7	0.6	0.6
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	3.29	6	5.8	-	-	-	0.3	-	-	-
平均						9.7	9.0	7.3	6.4	0.9	1.1	1.0	0.9
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	18.78	650	13.8	10.4	8.3	6.9	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	15,461	21,524	25,403	30,919	36,699
经营成本	12,048	16,831	18,417	22,262	26,423
销售费用	119	120	1,016	1,237	1,468
行政费用	278	302	762	928	1,101
财务开支	240	483	176	168	166
投资收益 (损失)	13	28	25	22	20
其他开支	77	167	150	135	122
税前盈利	2,155	3,051	4,640	5,839	6,952
所得税	30	289	782	985	1,172
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	2,123	2,760	3,859	4,856	5,782
折旧及摊销	1,310	1,834	1,894	1,958	2,025
EBITDA	473	587	1,528	2,453	3,273
增长					
总收入 (%)	77%	39%	18%	22%	19%
EBITDA (%)	-72%	24%	160%	61%	33%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,319	6,616	5,050	5,268	4,799
应收账款	2,811	3,686	4,297	5,230	6,207
存货	2396	2001	2653	2618	3108
其他流动资产	4,855	4,530	5,950	6,483	7,400
流动资产	12,381	16,833	17,950	19,599	21,514
固定资产	11,226	15,115	17,382	19,989	22,988
其他固定资产	8,774	11,034	9,022	8,444	8,456
非流动资产	20,000	26,149	26,404	28,434	31,444
总资产	32,382	42,982	44,354	48,033	52,958
流动负债	10,533	9,185	7,949	7,980	8,378
应付帐款	4,100	4,520	3,115	3,765	4,469
短期银行贷款	3,095	1,914	1,914	1,148	689
其他短期负债	3338	2751	2921	3067	3220
非流动负债	7,816	11,506	11,103	10,866	10,768
长期银行贷款	3,889	6,655	6,988	7,337	7,704
其他负债	3,927	4,851	4,115	3,529	3,064
总负债	18,349	20,691	19,052	18,847	19,146
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	14,032	22,291	25,302	29,186	33,812
每股账面值(人民币元)	6.58	10.41	11.86	13.68	15.85
营运资金	1,848	7,648	10,000	11,619	13,136

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	3%	3%	6%	8%	9%
净利率 (%)	14%	13%	15%	16%	16%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	2%	1%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	1%	9%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	23%	50%	20%	20%	20%
库存周转	54	54	54	54	54
应付账款天数	206	206	206	206	206
应收账款天数	84	84	84	84	84
ROE (%)	15%	12%	15%	17%	17%
ROA (%)	8%	7%	9%	11%	11%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
收入/总资产	0.48	0.50	0.57	0.64	0.69
总资产/股本	2.31	1.93	1.75	1.65	1.57
收入对利息倍数	64.3	44.6	144.1	184.0	220.8

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	473	587	1,528	2,453	3,273
融资成本	393	598	176	168	166
营运资金变化	(886)	5,800	2,352	1,619	1,516
所得税	0	0	0	0	0
营运现金流	177	1,967	3,356	6,807	7,265
资本开支	4,046	2,730	0	0	0
其他投资活动	(11,915)	(8,555)	(6,189)	(4,569)	(2,976)
投资活动现金流	(7,869)	(5,826)	(6,189)	(4,569)	(2,976)
负债变化	17,418	12,673	0	0	0
股本变化	0	51	0	0	0
股息	741	944	772	971	1,156
其他融资活动	(10,306)	(6,667)	1,481	(3,008)	(5,933)
融资活动现金流	7,854	7,002	2,253	(2,037)	(4,777)
现金变化	217	3,160	(564)	219	(469)
期初持有现金	2,102	2,319	5,479	4,916	5,135
汇率变动	56	17	17	18	19
期末持有现金	2,319	5,479	4,916	5,135	4,665

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>