



福莱特 (601865.SH)

买入(维持评级)

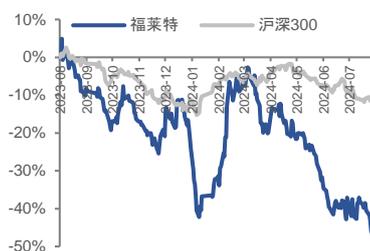
基本符合预期，龙头优势显著

当前价格：16.12 元
目标价格：20.79 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2343/1899
总市值/流通市值 (百万元)	37770/30615
每股净资产 (元)	9.07
资产负债率 (%)	49.56
一年内最高/最低 (元)	33.23/15.6

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟
执业证书编号: S0210522050005
邮箱: dw3787@hfzq.com.cn

研究助理 李雪铭
邮箱: lxm30224@hfzq.com.cn

投资要点:

► **事件:** 2024年8月27日,福莱特发布2024年中报,2024H1公司实现营业收入106.96亿元,同比+10.5%,实现归母净利润14.99亿元,同比+38.1%,毛利率23.78%,同比+4.7pct。其中二季度公司营收49.7亿元,同比+15.2%,归母净利润7.39亿元,同比+28.8%,毛利率26.45%,同比+6.52pct,环比+5pct。

► **毛利率改善明显,资产减值影响净利:** 受益于原材料纯碱及天然气价格回落,以及4月下游排产增加,玻璃供给刚性带来的4-5月阶段性涨价,公司Q2毛利率修复至26.45%,为近年较高水平。同时或因产能冷修等考虑,公司计提8090万元固定资产减值损失,对净利有所影响,据我们测算,2024H1公司单平净利约为2.38元/平米。

► **产能理性扩张,大窑炉巩固盈利优势:** 由于光伏产能过剩供需错配,产业链价格非理性下跌,光伏玻璃价格自6月以来急转直下,目前2.0mm玻璃价格下滑已超20%。因此公司产能扩张更加理性,截至目前,公司总产能2.3万t/d,其中已有2600t/d产能冷修,安徽四期、南通及海外项目有序推进中,将视市场情况点火。公司目前千吨级及以上的大型窑炉占比超90%,大窑炉单耗更低,成品率更高,将在行业盈利承压下继续巩固龙头盈利优势。

► **行业密集冷修+项目延期,随旺季来临供需有望改善:** 由于价格低迷盈利收窄,甚至有些企业处于亏损之际,使用年限较长的小窑炉正在加速冷修。据统计,截至目前行业已冷修产能超过1万吨。同时考虑到盈利情况、审批政策及融资成本,很多新项目宣布终止或延期。据《玻璃》杂志,截至7月底,光伏玻璃产能已降至11万t/d以下,随旺季来临下游需求修复,以及纯碱价格进一步下探,我们认为光伏玻璃供需有望改善,盈利有望修复。

► **盈利预测及估值:** 考虑到产能冷修及项目延期,下调 24-26 年光伏玻璃出货至 11.87/14.24/17.09 亿平(前值 16.13/19.35/23.22 亿平),归母净利润分别为 24.4/38.2/48.9 亿元(前值 39.9/48.4/58.6 亿元),当前股价对应 24-26 年 PE 15.5/9.9/7.7 倍,公司将凭借成本优势、扩产先进产能继续巩固龙头地位,给予 2024 年 20 倍 PE,对应目标价 20.79 元/股,维持“买入”评级。

► **风险提示:** 全球光伏需求增长不及预期风险,产业链价格大幅波动风险,产能建设不及预期风险,行业政策不及预期风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,461	21,524	19,174	23,637	28,337
增长率	77%	39%	-11%	23%	20%
净利润(百万元)	2,123	2,760	2,436	3,820	4,888
增长率	0%	30%	-12%	57%	28%
EPS(元/股)	0.91	1.18	1.04	1.63	2.09
市盈率(P/E)	17.8	13.7	15.5	9.9	7.7
市净率(P/B)	2.7	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源:公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,616	6,276	4,727	5,667	营业收入	21,524	19,174	23,637	28,337
应收票据及账款	5,279	5,330	6,455	7,238	营业成本	16,831	15,057	17,711	20,888
预付账款	335	301	354	418	税金及附加	198	177	218	261
存货	2,001	1,822	2,144	2,528	销售费用	120	115	118	113
合同资产	0	0	0	0	管理费用	302	249	260	283
其他流动资产	2,602	2,244	2,712	3,206	研发费用	597	499	615	708
流动资产合计	16,833	15,974	16,393	19,057	财务费用	483	458	627	814
长期股权投资	101	101	101	101	信用减值损失	-78	-31	-30	-30
固定资产	15,115	20,049	24,913	29,011	资产减值损失	-52	-90	-30	-30
在建工程	1,616	1,758	2,211	2,928	公允价值变动收益	1	-1	-1	0
无形资产	3,280	4,243	5,484	5,951	投资收益	28	28	28	28
商誉	0	0	0	0	其他收益	167	167	167	167
其他非流动资产	6,038	3,536	4,211	4,449	营业利润	3,051	2,686	4,215	5,395
非流动资产合计	26,149	29,687	36,921	42,441	营业外收入	5	4	4	4
资产合计	42,982	45,661	53,314	61,498	营业外支出	4	0	0	0
短期借款	1,914	2,000	3,167	3,621	利润总额	3,052	2,690	4,219	5,399
应付票据及账款	5,434	4,862	5,719	6,744	所得税	289	254	399	511
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,763	2,436	3,820	4,888
合同负债	129	115	142	170	少数股东损益	3	0	0	0
其他应付款	103	103	103	103	归属母公司净利润	2,760	2,436	3,820	4,888
其他流动负债	1,605	1,585	1,591	1,602	EPS (按最新股本摊薄)	1.18	1.04	1.63	2.09
流动负债合计	9,185	8,664	10,721	12,240					
长期借款	6,655	8,655	10,655	12,655	主要财务比率				
应付债券	3,756	3,756	3,756	3,756		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	1,095	94	94	94	成长能力				
非流动负债合计	11,506	12,505	14,505	16,505	营业收入增长率	39.2%	-10.9%	23.3%	19.9%
负债合计	20,691	21,169	25,226	28,744	EBIT 增长率	47.7%	-10.9%	53.9%	28.2%
归属母公司所有者权益	22,215	24,416	28,012	32,677	归母公司净利润增长率	30.0%	-11.7%	56.8%	28.0%
少数股东权益	76	76	76	76	获利能力				
所有者权益合计	22,291	24,492	28,088	32,753	毛利率	21.8%	21.5%	25.1%	26.3%
负债和股东权益	42,982	45,661	53,314	61,498	净利率	12.8%	12.7%	16.2%	17.3%
					ROE	12.4%	9.9%	13.6%	14.9%
					ROIC	11.5%	8.6%	11.4%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率	48.1%	46.4%	47.3%	46.7%
					流动比率	1.8	1.8	1.5	1.6
					速动比率	1.6	1.6	1.3	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转天数	54	64	52	51
					存货周转天数	47	46	40	40
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.18	1.04	1.63	2.09
					每股经营现金流	0.84	1.76	2.42	3.38
					每股净资产	9.48	10.42	11.96	13.95
					估值比率				
					P/E	14	16	10	8
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	71	77	53	42

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn