

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 10.50	港元 11.09↓	+5.6%

2024年8月28日

福莱特玻璃 (6865 HK)

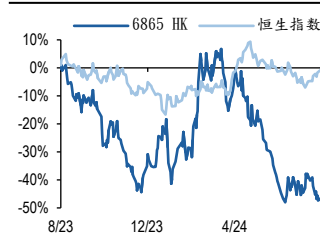
毛利率超预期，但光伏玻璃价格持续创出新低，下调至中性

- 毛利率超预期：**公司2季度收入/归母净利润49.7/7.39亿元（人民币，下同），同比+15%/+29%，环比-13%/-3%，净利比我们预期低2%，主要是由于计提0.81亿元固定资产减值。2季度光伏玻璃均价环比小幅上涨，纯碱和天然气价格下跌则导致成本下降，推动毛利率环比提升5.0个百分点至26.5%，创出4Q21以来新高，比我们预期高3个百分点，产销率降低则导致销量环比下降。销售/管理/研发/财务费用率0.3%/1.5%/3.3%/1.8%，同比提高0.1/0.4/0.3/1.1个百分点。上半年光伏玻璃毛利率同比/环比提高4.7/0.3个百分点至24.7%，比另一家一线企业高3.2个百分点，由于海外产能溢价，越南子公司净利率达28.2%，比安徽子公司高13.7个百分点。
- 扩产推进较慢，市占率有所下降：**公司上半年点火2条1200吨产线，7月冷修600吨和1000吨2条产线，8月冷修1000吨产线，光伏玻璃在产产能相比年初减少200吨至20400吨，市占率有所下降；由于行业供需关系恶化，下半年原计划点火6条1200吨产线将有所推迟。
- 光伏玻璃价格持续创出新低，行业进入出清阶段：**光伏组件6/7月环比持续减产11%/9%，导致光伏玻璃供过于求加剧，2.0毫米玻璃价格7/8月跌10%/7%，尽管7月末以来纯碱价格下跌超10%，推动成本下降超2%，但在当前价格下，我们测算公司净利层面也已仅有微利，大多数二三线企业则已毛利亏损，1000吨以下窑炉绝大多数已亏损现金。在亏损和库存压力下，行业出现冷修潮，7/8月冷修产能达6250/3000吨，而新点火产能仅有1200/1200吨，当前行业名义日熔量已相比6月底减少约6%，同时部分在产窑炉也在减产，而组件8月则有所增产，推动供需差大幅收窄。随着旺季到来，我们预计9月组件将继续增产并推动玻璃去库，价格10-11月将小幅反弹，但龙头企业今年尚未完成的投产计划仍较多，我们预计年末将出现投产潮，随着淡季到来，明年1季度价格或将再度下跌。我们认为行业已进入出清阶段，在千吨级以下窑炉大多关停前，玻璃价格仍将在较长时间内维持低位。
- 下调至中性：**由于光伏玻璃价格走势和公司扩产不及预期，我们下调2024-26年盈利预测17%/28%/20%，基于10.6倍2025年市盈率（相比过去5年平均折让40%，以反映盈利不确定性加大和行业估值下降），将目标价下调至11.09港元（原13.10港元），评级下调至**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)	20.85
52周低位 (港元)	10.16
市值 (百万港元)	34,495.77
日均成交量 (百万)	3.49
年初至今变化 (%)	(20.33)
200天平均价 (港元)	14.95

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	19,349	22,944	25,919
同比增长 (%)	77.4	39.2	-10.1	18.6	13.0
净利润 (百万人民币)	2,123	2,760	1,979	2,247	3,235
每股盈利 (人民币)	0.99	1.17	0.84	0.96	1.38
同比增长 (%)	0.1	18.7	-28.3	13.5	44.0
前EPS预测值 (人民币)			1.01	1.33	1.73
调整幅度 (%)			-16.9	-28.1	-20.3
市盈率 (倍)	9.7	8.2	11.4	10.0	7.0
每股账面净值 (人民币)	6.54	9.45	9.99	10.62	11.51
市账率 (倍)	1.47	1.01	0.96	0.90	0.83
股息率 (%)	2.4	6.4	3.1	3.5	5.0

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)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	4313.5	6206.3	5639.0	5725.8	4970.2	15.2	-13.2
营业成本	(3453.9)	(4684.6)	(4318.1)	(4496.6)	(3655.5)	5.8	-18.7
毛利	859.6	1521.7	1320.9	1229.2	1314.6	52.9	6.9
税金及附加	(40.6)	(70.1)	(43.1)	(58.6)	(51.5)	26.9	-12.1
销售费用	(7.6)	(12.0)	(66.5)	(24.1)	(13.0)	72.0	-46.2
管理费用	(50.2)	(82.6)	(99.0)	(70.9)	(75.7)	50.8	6.9
研发费用	(129.0)	(202.3)	(107.9)	(160.2)	(165.6)	28.3	3.3
财务费用	(29.9)	(117.9)	(208.5)	(99.2)	(88.0)	194.0	-11.3
其他收益	6.6	16.7	122.5	28.6	35.6	442.7	24.5
投资收益	10.9	2.2	13.5	2.5	12.6	15.9	413.9
公允价值变动损益	(2.0)	0.5	0.5	0.8	(0.9)	-57.1	-205.9
信用减值损失	18.9	(23.5)	(53.4)	17.7	(19.0)	-200.5	-207.3
资产减值损失	(12.7)	(0.2)	(37.0)	4.5	(97.5)	670.6	-2264.3
资产处置收益	0.1	(7.7)	0.7	(9.6)	(0.2)	-315.4	-98.0
营业外收支	0.1	0.1	(0.1)	0.8	(0.9)	-992.3	-210.9
税前利润	624.1	1024.9	842.5	861.5	850.5	36.3	-1.3
所得税	(50.1)	(139.0)	(50.7)	(102.9)	(108.9)	117.2	5.8
净利润	573.9	885.9	791.8	758.6	741.6	29.2	-2.2
少数股东损益	(0.5)	(2.2)	(0.7)	1.2	(2.9)	489.2	-331.6
归母净利润	573.4	883.7	791.1	759.9	738.7	28.8	-2.8

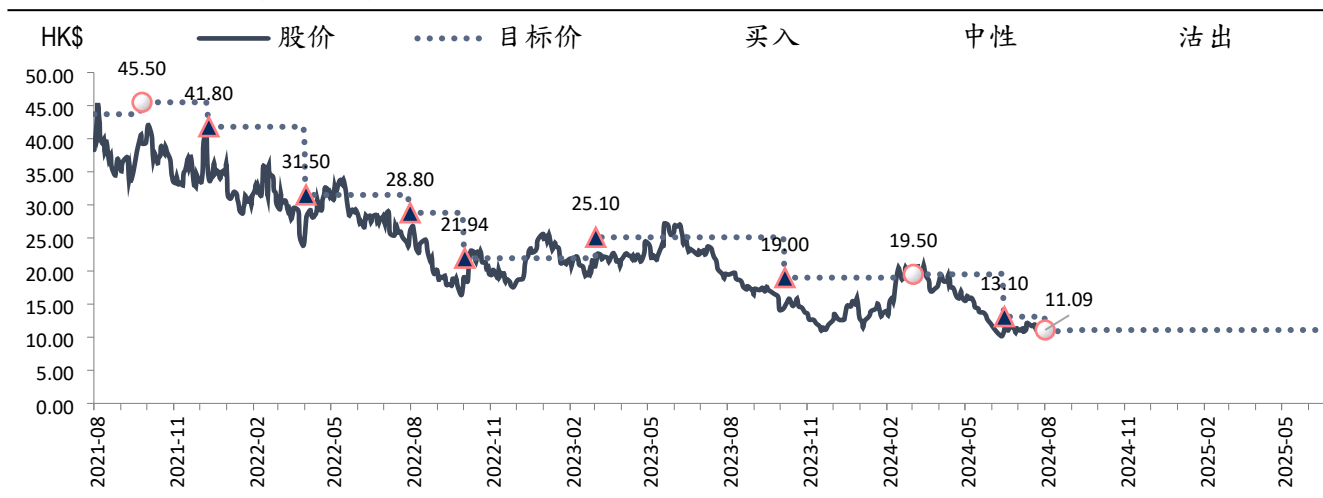
资料来源: 公司资料, 交银国际

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	12.43	15.45	17.00
单位售价 (人民币元/平米)	16.1	13.9	13.4	13.8
单位成本 (人民币元/平米)	12.5	11.3	11.1	11.0
毛利率 (%)	22.4	18.5	17.0	20.0

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
836 HK	华润电力	买入	23.00	26.83	16.7%	2024年08月27日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.64	4.56	25.3%	2024年08月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.84	2.50	35.9%	2024年06月13日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.66	9.03	35.6%	2024年05月28日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	1.97	2.02	2.5%	2024年07月25日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	71.17	86.60	21.7%	2024年08月26日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	买入	45.47	81.07	78.3%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.73	12.04	78.9%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.10	1.62	47.3%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.50	11.09	5.6%	2024年08月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.11	4.09	31.5%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.95	4.98	26.1%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	0.76	1.00	31.6%	2024年08月01日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月27日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	15,461	21,524	19,349	22,944	25,919
主营业务成本	(12,048)	(16,831)	(15,739)	(18,977)	(20,735)
毛利	3,413	4,693	3,610	3,968	5,184
销售及管理费用	(396)	(422)	(377)	(447)	(505)
研发费用	(523)	(597)	(542)	(642)	(726)
其他经营净收入/费用	(97)	(140)	(129)	(74)	(83)
经营利润	2,396	3,534	2,562	2,804	3,869
财务成本净额	(240)	(483)	(414)	(356)	(296)
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	2,148	2,448	3,573
税费	(30)	(289)	(166)	(198)	(334)
非控股权益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	2,123	2,760	1,979	2,247	3,235
作每股收益计算的净利润	2,123	2,760	1,979	2,247	3,235

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,319	5,479	2,990	3,606	3,940
应收账款及票据	6,102	7,285	6,404	7,556	8,510
存货	2,396	2,001	2,623	3,163	3,456
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	14,480	17,210	19,249
投资物业	17	512	512	512	512
物业、厂房及设备	13,100	16,871	20,130	19,733	20,672
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	28,881	27,951	28,350
总资产	32,382	42,982	43,361	45,161	47,599
短期贷款	4,398	3,167	1,215	84	511
应付账款	5,065	5,434	6,521	8,478	9,325
其他短期负债	1,071	583	538	548	605
总流动负债	10,533	9,185	8,274	9,110	10,442
长期贷款	7,478	10,411	10,411	9,911	8,911
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	11,006	10,006
总负债	18,349	20,691	19,781	20,117	20,448
股本	537	588	588	588	588
储备及其他资本项目	13,496	21,627	22,914	24,374	26,477
股东权益	14,032	22,215	23,501	24,962	27,065
非控股权益	0	76	79	83	86
总权益	14,032	22,291	23,581	25,044	27,151

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	2,148	2,448	3,573
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)	1,088	78	(511)
利息调整	240	483	414	356	296
其他经营活动现金流	134	142	(59)	(171)	(316)
经营活动现金流	177	1,967	5,828	5,191	5,694
资本开支	(8,071)	(5,612)	(5,050)	(1,550)	(3,050)
其他投资活动现金流	202	(213)	(118)	(177)	(216)
投资活动现金流	(7,869)	(5,826)	(5,168)	(1,727)	(3,266)
负债净变动	4,498	2,454	(1,952)	(1,630)	(573)
权益净变动	0	6,039	0	0	0
股息	(494)	(453)	(693)	(786)	(1,132)
其他融资活动现金流	3,850	(1,039)	(504)	(432)	(388)
融资活动现金流	7,854	7,002	(3,149)	(2,849)	(2,094)
汇率收益/损失	56	17	0	0	0
年初现金	2,102	2,319	5,479	2,990	3,606
年末现金	2,319	5,479	2,990	3,606	3,940

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	0.842	0.956	1.376
全面摊薄每股收益	0.989	1.174	0.842	0.956	1.376
每股股息	0.230	0.618	0.295	0.334	0.482
每股账面值	6.536	9.448	9.995	10.616	11.510
利润率分析 (%)					
毛利率	22.1	21.8	18.7	17.3	20.0
EBITDA利润率	23.9	24.9	24.8	23.0	25.2
EBIT利润率	15.5	16.4	13.2	12.2	14.9
净利率	13.7	12.8	10.2	9.8	12.5
盈利能力 (%)					
ROA	9.1	9.4	5.9	6.3	8.3
ROE	16.4	15.2	8.7	9.3	12.4
ROIC	14.5	13.6	8.4	8.5	11.6
其他					
净负债权益比 (%)	68.1	36.3	36.6	25.5	20.2
利息覆盖率	14.2	11.1	11.6	14.8	22.0
流动比率	1.2	1.8	1.7	1.9	1.8
存货周转天数	70.8	47.7	53.6	55.6	58.3
应收账款周转天数	102.4	113.5	129.1	111.0	113.1

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8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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。