

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 14.80	港元 13.15个	-11.1%

2024年10月30日

## 福莱特玻璃 (6865 HK)

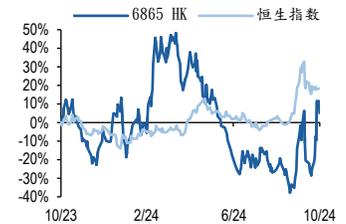
### 光伏玻璃价格大跌致业绩首亏，股价已反映供给侧改革预期

- 业绩低于预期，光伏玻璃价格大跌致业绩首亏：公司3季度收入39.1亿元（人民币，下同），同比-37%/环比-21%，归母净亏损2.03亿元，上市以来首次亏损，远不及我们和市场预期的盈利约1亿元。我们测算3季度2.0/3.2毫米光伏玻璃均价环比下跌22%/11%，远超纯碱价格下跌导致的成本下降，导致毛利率/净利率环比下降20.5/20.0个百分点至6.0%/-5.1%的历史新低。销售/管理/研发/财务费用率0.3%/2.3%/3.9%/4.0%，同比提高0.1/1.0/0.7/2.1个百分点，其中财务费用包括汇兑损失约0.3亿元。计提1.13亿元资产减值，包括因冷修计提固定资产减值和存货减值。
- 行业持续减产但需求不及预期，导致玻璃价格仍不断新低：在亏损和库存压力下，9月以来行业继续减产，9/10月冷修产能达1830/2450吨，无点火产能，目前行业在产产能相比高峰6月底时已下降9%，在产产能也通过堵窑口减产，实际减产幅度更大（公司8月以来已减产20%）。但由于需求不及预期，组件月产量自6月减产以来至今未有明显回升，导致玻璃仍持续累库，2.0/3.2毫米玻璃价格9月以来继续下跌8%/10%。但随着不断减产，目前玻璃已供需平衡，我们预计即将开始缓慢去库，但随着明年1季度淡季到来以及龙头企业今年的扩产计划仍有大量未完成，去库力度和持续时间不确定性仍较大，价格明显回升仍需进一步减产。
- 供给侧改革或将出台，有望加速行业出清并利好龙头：在亏损压力下行业近期对供给侧改革的呼声渐高，我们预计政府或将出台提高能耗标准等政策，加快光伏玻璃供给出清和售价回升，并利好公司等能耗更低的龙头企业，但实际效果仍取决于政策力度。
- 股价已反映供给侧改革预期，维持中性：我们下调2024-26年盈利44%/49%/29%。由于目前公司盈利趋势不确定，我们转至以市账率估值。2024年公司以未来12个月每股净值得出的预测市账率在0.8-1.9倍，波动较大的原因是盈利持续低于预期，及政策预期快速升温。公司2019-23年ROE在15-27%的区间，目前估计2021-25年平均值为12.7%。我们以1.2倍2025年市账率（历史平均值减一个标准差）作为估值基准，对应目标价为13.15港元，我们认为能反映公司未来12个月ROE处于近年低位应有的估值折让，和政策落地后对行业供需起作用仍需时间。我们认为：1）行业出现有效去库存、2）小型窑炉淘汰速度快于预期，以及3）行业整体能在未来12个月有效严控新增产能等因素，能推动更持续的估值提升，亦是考虑提升评级的关键。维持中性评级。

#### 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)	8.78
市值 (百万港元)	61,222.24
日均成交量 (百万)	52.69
年初至今变化 (%)	12.29
200天平均价 (港元)	13.08

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	17,881	20,130	23,444
同比增长 (%)	77.4	39.2	-16.9	12.6	16.5
净利润 (百万人民币)	2,123	2,760	1,114	1,137	2,297
每股盈利 (人民币)	0.99	1.17	0.47	0.48	0.98
同比增长 (%)	0.1	18.7	-59.6	2.0	102.1
前EPS预测值 (人民币)			0.84	0.96	1.38
调整幅度 (%)			-43.7	-49.4	-29.0
市盈率 (倍)	13.8	11.6	28.7	28.1	13.9
每股账面净值 (人民币)	6.54	9.45	9.76	10.07	10.71
市账率 (倍)	2.08	1.44	1.39	1.35	1.27
股息率 (%)	1.7	4.5	1.2	1.2	2.5

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)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	6206.3	5639.0	5725.8	4970.2	3907.9	-37.0	-21.4
营业成本	(4684.6)	(4318.1)	(4496.6)	(3655.5)	(3674.5)	-21.6	0.5
毛利	1521.7	1320.9	1229.2	1314.6	233.4	-84.7	-82.2
税金及附加	(70.1)	(43.1)	(58.6)	(51.5)	(46.5)	-33.7	-9.8
销售费用	(12.0)	(66.5)	(24.1)	(13.0)	(12.7)	6.1	-2.0
管理费用	(82.6)	(99.0)	(70.9)	(75.7)	(91.3)	10.4	20.5
研发费用	(202.3)	(107.9)	(160.2)	(165.6)	(154.0)	-23.9	-7.0
财务费用	(117.9)	(208.5)	(99.2)	(88.0)	(155.0)	31.5	76.1
其他收益	16.7	122.5	28.6	35.6	36.0	115.4	1.0
投资收益	2.2	13.5	2.5	12.6	41.1	1790.3	226.0
公允价值变动损益	0.5	0.5	0.8	(0.9)	0.0	-99.0	-100.5
信用减值损失	(23.5)	(53.4)	17.7	(19.0)	8.0	-133.9	-141.9
资产减值损失	(0.2)	(37.0)	4.5	(97.5)	(113.2)	50891.6	16.0
资产处置收益	(7.7)	0.7	(9.6)	(0.2)	(4.0)	-48.8	1938.8
营业外收支	0.1	(0.1)	0.8	(0.9)	(0.0)	-101.8	-99.8
税前利润	1024.9	842.5	861.5	850.5	(258.0)	-125.2	-130.3
所得税	(139.0)	(50.7)	(102.9)	(108.9)	59.3	-142.6	-154.4
净利润	885.9	791.8	758.6	741.6	(198.8)	-122.4	-126.8
少数股东损益	(2.2)	(0.7)	1.2	(2.9)	(4.2)	93.0	45.3
归母净利润	883.7	791.1	759.9	738.7	(203.0)	-123.0	-127.5

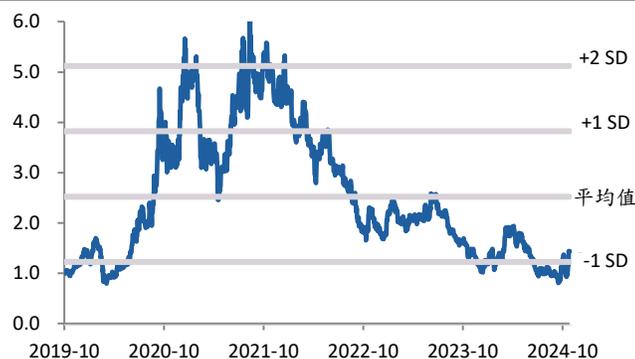
资料来源: 公司资料, 交银国际

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	11.83	14.32	16.27
单位售价 (人民币元/平米)	16.1	13.4	12.5	12.9
单位成本 (人民币元/平米)	12.5	11.2	10.8	10.5
毛利率 (%)	22.4	16.1	14.0	18.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 公司远期市账率 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 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 5: 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	18.76	25.02	33.4%	2024年10月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.91	2.37	24.1%	2024年10月21日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.88	8.35	21.4%	2024年10月17日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.39	4.56	34.5%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.24	1.92	-14.3%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	90.50	86.60	-4.3%	2024年08月26日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	54.07	57.10	5.6%	2024年10月30日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.92	9.93	-9.1%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.59	1.77	11.3%	2024年10月28日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	14.80	13.15	-11.1%	2024年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.42	3.36	-24.0%	2024年09月02日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.92	4.09	4.3%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.89	1.02	14.6%	2024年09月20日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 10 月 29 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	15,461	21,524	17,881	20,130	23,444
主营业务成本	(12,048)	(16,831)	(15,024)	(17,289)	(19,193)
<b>毛利</b>	<b>3,413</b>	<b>4,693</b>	<b>2,856</b>	<b>2,841</b>	<b>4,251</b>
销售及管理费用	(396)	(422)	(420)	(453)	(492)
研发费用	(523)	(597)	(554)	(584)	(656)
其他经营净收入/费用	(97)	(140)	(238)	(112)	(109)
<b>经营利润</b>	<b>2,396</b>	<b>3,534</b>	<b>1,644</b>	<b>1,692</b>	<b>2,993</b>
财务成本净额	(240)	(483)	(469)	(490)	(477)
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
<b>税前利润</b>	<b>2,153</b>	<b>3,052</b>	<b>1,175</b>	<b>1,202</b>	<b>2,517</b>
税费	(30)	(289)	(57)	(62)	(217)
非控股权益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>净利润</b>	<b>2,123</b>	<b>2,760</b>	<b>1,114</b>	<b>1,137</b>	<b>2,297</b>
作每股收益计算的净利润	2,123	2,760	1,114	1,137	2,297

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,319	5,479	4,507	5,187	5,758
应收账款及票据	6,102	7,285	6,380	6,629	7,690
存货	2,396	2,001	2,504	2,882	3,199
其他流动资产	1,564	2,067	2,462	2,885	3,343
<b>总流动资产</b>	<b>12,381</b>	<b>16,833</b>	<b>15,853</b>	<b>17,583</b>	<b>19,990</b>
投资物业	17	512	512	512	512
物业、厂房及设备	13,100	16,871	20,001	19,604	20,543
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
<b>总长期资产</b>	<b>20,000</b>	<b>26,149</b>	<b>28,752</b>	<b>27,822</b>	<b>28,221</b>
<b>总资产</b>	<b>32,382</b>	<b>42,982</b>	<b>44,605</b>	<b>45,405</b>	<b>48,211</b>
短期贷款	4,398	3,167	4,742	4,811	6,495
应付账款	5,065	5,434	4,891	5,380	5,918
其他短期负债	1,071	583	447	447	535
<b>总流动负债</b>	<b>10,533</b>	<b>9,185</b>	<b>10,080</b>	<b>10,638</b>	<b>12,948</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>7,816</b>	<b>11,506</b>	<b>11,506</b>	<b>11,006</b>	<b>10,006</b>
<b>总负债</b>	<b>18,349</b>	<b>20,691</b>	<b>21,586</b>	<b>21,644</b>	<b>22,954</b>
股本	537	588	588	588	588
储备及其他资本项目	13,496	21,627	22,352	23,090	24,583
<b>股东权益</b>	<b>14,032</b>	<b>22,215</b>	<b>22,939</b>	<b>23,678</b>	<b>25,171</b>
非控股权益	0	76	79	83	86
<b>总权益</b>	<b>14,032</b>	<b>22,291</b>	<b>23,019</b>	<b>23,761</b>	<b>25,257</b>

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	1,175	1,202	2,517
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)	(450)	(363)	(927)
利息调整	240	483	469	490	477
其他经营活动现金流	134	142	140	(8)	(192)
<b>经营活动现金流</b>	<b>177</b>	<b>1,967</b>	<b>3,570</b>	<b>3,802</b>	<b>4,526</b>
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)	(103)	(146)	(182)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,869)</b>	<b>(5,826)</b>	<b>(5,153)</b>	<b>(1,696)</b>	<b>(3,232)</b>
负债净变动	4,498	2,454	1,575	(431)	684
权益净变动	0	6,039	0	0	0
股息	(494)	(453)	(390)	(398)	(804)
其他融资活动现金流	3,850	(1,039)	(575)	(597)	(603)
<b>融资活动现金流</b>	<b>7,854</b>	<b>7,002</b>	<b>610</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(722)</b>
汇率收益/损失	56	17	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,102</b>	<b>2,319</b>	<b>5,479</b>	<b>4,507</b>	<b>5,187</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,319</b>	<b>5,479</b>	<b>4,507</b>	<b>5,187</b>	<b>5,758</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.989	1.174	0.474	0.483	0.977
全面摊薄每股收益	0.989	1.174	0.474	0.483	0.977
每股股息	0.230	0.618	0.166	0.169	0.342
每股账面值	6.536	9.448	9.756	10.070	10.705
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	22.1	21.8	16.0	14.1	18.1
EBITDA利润率	23.9	24.9	21.7	20.7	24.1
EBIT利润率	15.5	16.4	9.2	8.4	12.8
净利率	13.7	12.8	6.2	5.6	9.8
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	9.1	9.4	3.8	3.8	6.4
ROE	16.4	15.2	4.9	4.9	9.4
ROIC	14.5	13.6	5.4	5.0	8.5
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	68.1	36.3	46.2	40.1	38.2
利息覆盖率	14.2	11.1	8.3	8.5	11.8
流动比率	1.2	1.8	1.6	1.7	1.5
存货周转天数	70.8	47.7	54.7	56.8	57.8
应收账款周转天数	102.4	113.5	139.5	117.9	111.5

## 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**

## 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安装集团股份有限公司、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、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。