

买入

扩产提速，业绩持续高增长

福莱特玻璃 (6865.HK)

2021-04-14 星期三

投资要点

目标价: **32.5 港元**
 现价: 22.35 港元
 预计升幅: 45%

➤ **2020 年归母净利润 16.29 亿元人民币，同比增长 127.09%:**

2020 年公司实现营业收入约 62.6 亿元人民币，同比增长 30.24%；归属于母公司股东的净利润约 16.29 亿元人民币，同比增长 127.09%，基本每股盈利 0.83 元，拟派末期股息每股 0.15 元。公司业绩符合指引，业绩高增长主要受益光伏行业高景气下的量价齐升。

重要数据

日期	2021-04-13
收盘价 (港元)	22.35
总股本 (百万股)	2,146
流通盘 (百万股)	450
流通值 (百万港元)	10,057
净资产 (百万元)	7,235
总资产 (百万元)	12,266
52 周高低 (港元)	40.05/4.09
每股净资产 (元)	4.21

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **光伏玻璃价格理性回归速度超预期:**

4 月份, 3.2/2.0mm 镀膜玻璃主流价格大幅调降至 28/22 元/平米 (较 3 月初指导价分别下调约 12/10 元/平米), 超出市场预期, 这一降幅对应单玻/双玻组件含税成本分别下降 0.06/0.1 元/W。光伏玻璃价格的下调是产业链价格博弈的结果, 为组件价格下降提供了一定空间, 有利于光伏装机需求的改善, 同时对光伏玻璃落后产能起到挤出效应。

➤ **公司扩产提速, 龙头一体化竞争优势显著:**

截至 2020 年底, 公司光伏玻璃日熔化量 6400t/d, 2021 年新增产能约 5800t/d, 其中 2 月份已投产 2200t/d, 目前公司光伏玻璃日熔化量已达 8600 吨/日, 2022 年公司计划新建 5 条 1200t/d 产线, 预计到明年底产能将达到 18200t/d, 此外公司还规划 6 条 1200t/d 光伏玻璃产线, 初步预计公司 2021/2022/2023 年底日熔化能力将达 12200/18200/25400 吨/日, 基于公司资金、成本, 技术和规模一体化优势, 公司龙头地位将到进一步巩固。

➤ **给予买入评级, 目标价 32.5 港元:**

我们结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价 32.5 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 25 倍和 20 倍 PE, 目标价较现价有 45% 上升空间, 给予买入评级。

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非
 (52.47%)

相关报告

首次报告-20200717
 更新报告-20200805
 更新报告-20210202

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	4,807	6,260	9,958	13,316	18,807
同比增长 (%)	56.9%	30.2%	59.1%	33.7%	41.2%
净利润	717	1,629	2,361	3,031	4,048
同比增长 (%)	76.1%	127.1%	45.0%	28.4%	33.5%
每股盈利 (元)	0.37	0.83	1.09	1.37	1.83
PE@22.35HKD	50.9	22.7	17.3	13.7	10.3
每股股息 (元)	0.03	0.12	0.16	0.21	0.27
股息率	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%	1.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年归母净利润 16.29 亿元人民币，同比增长 127.09%：

2020 年公司实现营业收入约 62.6 亿元人民币，同比增长 30.24%；归属于母公司股东的净利润约 16.29 亿元人民币，同比增长 127.09%，基本每股盈利 0.83 元，拟派末期股息每股 0.15 元。公司业绩符合指引，业绩高增长主要受益光伏行业高景气下的量价齐升。

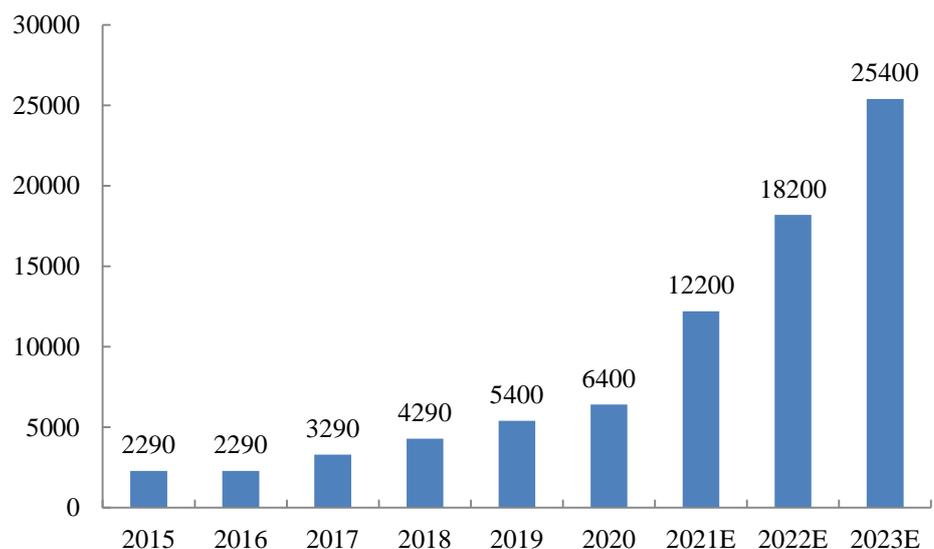
公司扩产提速，龙头一体化竞争优势显著：

截至 2020 年底，公司光伏玻璃日熔化量 6400t/d，2021 年新增产能约 5800t/d，其中 2 月份已投产 2200t/d，目前公司光伏玻璃日熔化量已达 8600 吨/日，2022 年公司计划新建 5 条 1200t/d 产线，预计到明年底产能将达到 18200t/d。

此外，公司总投资人民币约 58 亿元建设 6 座日熔化量 1200 吨光伏组件玻璃项目。该投资分为二个项目实施，项目一由公司在嘉兴市秀洲区投资人民币约 20 亿元建设 2 座日熔化量 1200 吨的光伏组件玻璃生产线及配套加工生产线；项目二由公司全资子公司安徽福莱特投资人民币约 38 亿元在滁州市凤阳县建设 4 座日熔化量 1200 吨光伏组件玻璃及配套加工生产线。

根据公司以上扩产规划，我们初步预计公司 2021/2022/2023 年底日熔化能力将达 12200/18200/25400 吨/日，基于公司资金、成本，技术和规模一体化优势，公司龙头地位将到进一步巩固。

图 1：公司光伏玻璃日熔量（吨）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

光伏玻璃价格理性回归速度超预期：

4 月份，3.2/2.0mm 镀膜玻璃主流价格大幅调降至 28/22 元/平米（较 3 月初指导价分别下调约 12/10 元/平米），超出市场预期，这一降幅对应单玻/双玻组件含税成本分别下降 0.06/0.1 元/W。光伏玻璃价格快速下调是产业链价格博弈的结果。一方面，硅料持续暴涨情况下，终端装机需求停滞，组件开工显著下调，另一方面，光伏玻璃新增产能开始快速释放，从而带来库存压力。光伏玻璃价格的下调为组件价格下降提供了一定空间，有利于光伏装机需求的改善，同时对光伏玻璃落后产能起到挤出效应。

给予买入评级，目标价 32.5 港元：

我们结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 32.5 港元，相当于 2021 年和 2022 年 25 倍和 20 倍 PE，目标价较现价有 45% 上升空间，给予买入评级。

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

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	25.00	509	74.8	32.9	21.5	17.7	7.4	7.4	5.4	4.2
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	35.27	56	-58.1	41.0	19.1	12.5	2.4	2.4	2.2	1.9
	000012.SZ	南玻A	RMB	6.98	165	40.0	0.0	20.3	18.2	2.1	2.1	1.9	1.8
	平均					18.9	24.6	20.3	16.1	4.0	4.0	3.2	2.6
H股	0968.HK	信义光能	HKD	12.64	1,114	46.1	24.4	17.1	15.2	4.2	4.2	3.7	3.2
	3868.HK	信义能源	HKD	3.66	260	29.2	28.2	20.5	18.1	2.2	2.2	2.1	2.0
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	27.90	49	47.3	18.8	8.8	6.9	2.4	2.4	2.3	2.2
	平均					40.9	23.8	15.5	13.4	2.9	2.9	2.7	2.4
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.35	604	50.9	22.7	17.3	13.7	5.6	5.3	4.4	3.5

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

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	4,807	6,260	9,958	13,316	18,807
经营成本	3,290	3,347	6,124	8,456	12,225
销售费用	255	302	458	533	752
行政费用	121	172	249	373	564
财务开支	53	142	45	42	44
投资收益(损失)	7	6	5	5	4
其他开支	30	25	23	21	19
税前盈利	846	1,865	2,830	3,634	4,855
所得税	145	245	479	615	821
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	717	1,629	2,361	3,031	4,048
折旧及摊销	334	405	423	442	462
EBITDA	197	1,011	1,898	2,612	3,592
增长					
总收入 (%)	57%	30%	59%	34%	41%
EBITDA (%)	121%	413%	88%	38%	38%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
货币资金	613	1,590	1,827	2,241	2,350
应收账款	1,107	1,388	3,930	6,006	8,483
存货	484	479	810	994	1,438
其他流动资产	2,249	2,112	2,683	3,137	4,238
流动资产	4,453	5,569	9,250	12,378	16,509
固定资产	3,071	3,334	3,934	4,327	4,760
其他固定资产	1,869	3,363	3,441	3,596	3,759
非流动资产	4,940	6,697	7,375	7,923	8,519
总资产	9,392	12,266	16,625	20,301	25,027
流动负债	4,454	3,331	5,560	6,949	9,152
应付帐款	1,855	1,295	3,453	4,767	6,892
短期银行贷款	1,316	617	617	617	617
其他短期负债	1,283	1,419	1,490	1,564	1,642
非流动负债	425	1,700	1,942	1,804	1,899
长期银行贷款	282	1,375	1,444	1,516	1,592
其他负债	143	325	498	288	307
总负债	4,879	5,031	7,501	8,753	11,051
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	4,513	7,235	9,124	11,548	13,977
每股账面值(人民币元)	2.31	3.53	4.28	5.41	6.55
营运资金	(1)	2,238	3,690	5,430	7,357

财务分析

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	4%	16%	19%	20%	19%
净利率 (%)	15%	26%	24%	23%	22%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	17%	13%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	8%	30%	15%	15%	15%
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 (%)	16%	23%	26%	26%	29%
ROA (%)	9%	15%	16%	16%	18%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
收入/总资产	0.51	0.51	0.60	0.66	0.75
总资产/股本	2.08	1.70	1.82	1.76	1.79
收入对利息倍数	90.5	44.2	219.6	315.2	430.0

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	197	1,011	1,898	2,612	3,592
融资成本	65	80	45	42	44
营运资金变化	(812)	2,240	1,452	1,739	1,927
所得税	152	245	479	615	821
营运现金流	510	1,701	2,190	2,627	3,802
资本开支	2,895	2,845	2,875	0	0
其他投资活动	(4,143)	(5,219)	(5,766)	(2,843)	(2,874)
投资活动现金流	(1,248)	(2,374)	(2,891)	(2,843)	(2,874)
负债变化	820	377	(910)	0	0
股本变化	38	23	38	38	0
股息	230	245	(257)	(270)	(283)
其他融资活动	(403)	725	2,407	894	(503)
融资活动现金流	684	1,369	1,278	662	(786)
现金变化	(54)	0	577	447	142
期初持有现金	529	479	1,146	1,693	2,107
汇率变动	4	(29)	(31)	(32)	(34)
期末持有现金	479	1,146	1,693	2,107	2,216

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>