

买入

龙头竞争优势显著，期待 Q4 盈利边际改善

福莱特玻璃 (6865.HK)

2022-11-09 星期三

投资要点

目标价: **29 港元**
 现价: 22.75 港元
 预计升幅: 27%

➤ 2022 年前三季度归母净利润 15.04 亿元人民币，同比下降 12.38%:

公司 2022 年前三季度实现营业总收入人民币 112.1 亿元，同比增长 76.96%，实现归母净利润人民币 15.04 亿元，同比下降 12.38%，实现扣非归母净利润人民币 14.69 亿元，同比下降 12.69%；2022 Q3 单季度实现营业总收入人民币 39.1 亿元，同比增长 69.33%，实现归母净利润人民币 5.02 亿元，同比增长 10.03%，实现扣非归母净利润人民币 4.94 亿元，同比增长 10.9%。前三季基本每股收益 0.7 元，其中 Q3 单季基本每股收益 0.23 元。

重要数据

日期	2022-11-08
收盘价 (港元)	22.75
总股本 (百万股)	2,147
流通盘 (百万股)	450
流通值 (百万港元)	10,237
净资产 (百万元)	13,748
总资产 (百万元)	29,899
52 周高低 (港元)	40.25/15.27
每股净资产 (元)	6.4

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 听证会制度下，公司扩产和成本优势显著:

目前公司名义总日熔量达到 18,200 吨，2023 年计划投资 4-5 座光伏玻璃窑炉，预期 2022 年和 2023 年公司名义日熔量将分别达到 20,600 吨和 25,400 吨。公司作为行业龙头，在生产技术、能耗水平、生产规模、原材料供应、石英砂资源布局等方面具有领先优势，预期在听证会制度下，公司扩产和成本优势显著，市占率有望进一步提升。

➤ 近期光伏玻璃库存缓降，价格周环比上涨:

随着 Q4 装机高峰临近，硅料产能释放价格企稳，组件集中排产拉升光伏玻璃需求。截至上周末，光伏玻璃厂家库存天数约 19.44 天，周环比下降 1.1 天，降幅 5.46%；3.2mm 镀膜和 2.0mm 镀膜光伏玻璃平均价格分别为 28.00 元/平米、21.00 元/平米，周环比分别上涨 1.50 元、1.00 元，涨幅达 5.66%、5.00%。光伏玻璃价格回升有利公司 Q4 盈利边际改善。

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非 (52.11%)

相关报告

首次报告-20200717

更新报告-20200805

更新报告-20210202/0414/0816

➤ 维持买入评级，目标价 29 港元:

我们更新公司目标价至 29 港元，相当于 2022 年和 2023 年 25 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 27% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	6,260	8,713	14,716	20,705	26,244
同比增长(%)	30.2%	39.2%	68.9%	40.7%	26.8%
净利润	1,629	2,120	2,386	3,651	4,837
同比增长(%)	127.1%	30.2%	12.5%	53.0%	32.5%
每股盈利 (元)	0.83	0.99	1.08	1.65	2.19
PE@22.75HKD	25.2	21.1	19.4	12.7	9.6
每股股息 (元)	0.25	0.21	0.22	0.33	0.44
股息率	1.2%	1.0%	1.0%	1.6%	2.1%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2022 年前三季度归母净利润 15.04 亿元人民币，同比下降 12.38%：

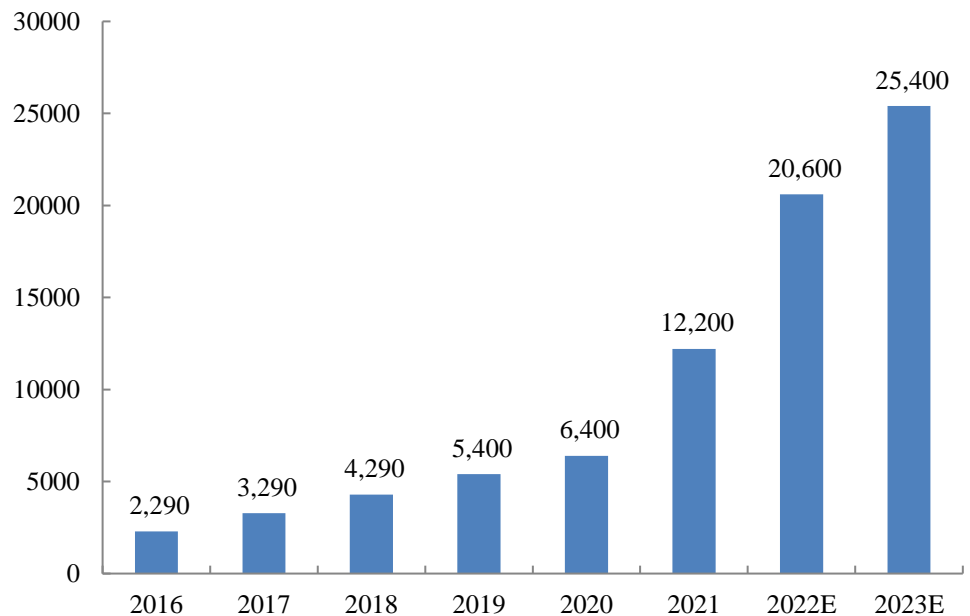
公司 2022 年前三季度实现营业总收入人民币 112.1 亿元，同比增长 76.96%，实现归母净利润人民币 15.04 亿元，同比下降 12.38%，实现扣非归母净利润人民币 14.69 亿元，同比下降 12.69%；

2022 Q3 单季度实现营业总收入人民币 39.1 亿元，同比增长 69.33%，实现归母净利润人民币 5.02 亿元，同比增长 10.03%，实现扣非归母净利润人民币 4.94 亿元，同比增长 10.9%。前三季基本每股收益 0.7 元，其中 Q3 单季基本每股收益 0.23 元。

听证会制度下，公司扩产和成本优势显著：

目前公司名义总日熔量达到 18,200 吨，2023 年计划投资 4-5 座光伏玻璃窑炉，预期 2022 年和 2023 年公司名义日熔量将分别达到 20,600 吨和 25,400 吨。公司作为行业龙头，在生产技术、能耗水平、生产规模、原材料供应、石英砂资源布局等方面具有领先优势，预期在听证会制度下，公司扩产和成本优势显著，市占率有望进一步提升。

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

近期光伏玻璃库存缓降，价格周环比上涨：

随着 Q4 装机高峰临近，硅料产能释放价格企稳，组件集中排产拉升光伏玻璃需求。截至上周末，光伏玻璃厂家库存天数约 19.44 天，周环比下降 1.1 天，降幅 5.46%；

3.2mm 镀膜和 2.0mm 镀膜光伏玻璃平均价格分别为 28.00 元/平米、21.00 元/平米，周环比分别上涨 1.50 元、1.00 元，涨幅达 5.66%、5.00%。

前三季度公司综合毛利率 22.08%，其中 2022Q3 单季毛利率为 21.04%。光伏玻璃价格回升有利公司 Q4 盈利边际改善。

给予买入评级，目标价 29 港元：

我们更新公司目标价至 29 港元，相当于 2022 年和 2023 年 25 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 27% 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			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	40.15	775	40.7	34.7	24.0	18.1	6.3	5.9	4.8	3.9
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	34.59	69	127.5	45.6	23.7	16.2	2.1	1.9	1.8	1.6
	000012.SZ	南玻A	RMB	7.53	179	15.1	10.8	9.1	7.8	1.9	1.8	1.6	1.4
	平均					61.1	30.4	18.9	14.0	3.4	3.2	2.7	2.3
H股	0968.HK	信义光能	HKD	9.39	835	17.0	17.3	12.5	9.4	2.8	2.4	2.2	1.9
	3868.HK	信义能源	HKD	2.31	172	13.9	12.4	10.2	8.7	1.4	1.3	1.2	1.1
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	7.99	14	7.1	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
	平均					12.7	14.9	11.4	9.1	1.6	1.4	1.3	1.2
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.75	844	21.1	19.4	12.7	9.6	3.2	1.8	1.5	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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	6,260	8,713	14,716	20,705	26,244
经营成本	3,347	6,437	10,596	14,493	18,108
销售费用	302	86	589	828	1,050
行政费用	172	222	412	621	787
财务开支	142	53	78	80	82
投资收益(损失)	6	32	29	26	23
其他开支	25	58	52	47	43
税前盈利	1,865	2,382	2,871	4,393	5,818
所得税	245	260	484	740	981
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	1,629	2,120	2,386	3,651	4,837
折旧及摊销	405	542	568	594	622
EBITDA	1,011	1,669	1,608	2,865	4,041
增长					
总收入(%)	30%	39%	69%	41%	27%
EBITDA(%)	413%	65%	-4%	78%	41%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,590	2,843	2,099	2,737	4,133
应收账款	1,388	1,106	3,319	4,669	4,439
存货	479	2,276	1,246	1,065	1,331
其他流动资产	2,112	2,673	4,583	5,197	6,721
流动资产	5,569	8,898	11,247	13,668	16,624
固定资产	3,334	6,316	7,580	8,337	9,171
其他固定资产	3,363	4,868	5,019	5,254	5,501
非流动资产	6,697	11,185	12,599	13,592	14,673
总资产	12,266	20,083	23,846	27,260	31,297
流动负债	3,331	6,164	6,949	7,335	7,240
应付帐款	1,295	2,307	2,987	3,268	3,063
短期银行贷款	617	1,861	1,861	1,861	1,861
其他短期负债	1,419	1,997	2,101	2,206	2,317
非流动负债	1,700	2,108	2,940	3,046	3,309
长期银行贷款	1,375	1,968	2,066	2,169	2,278
其他负债	325	141	874	877	1,031
总负债	5,031	8,273	9,889	10,381	10,549
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	7,235	11,810	13,957	16,879	20,748
每股账面值(人民币元)	3.53	5.54	6.54	7.91	9.72
营运资金	2,238	2,734	4,299	6,333	9,384

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
EBITDA 利率(%)	16%	19%	11%	14%	15%
净利率(%)	26%	24%	16%	18%	18%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3%	3%	3%	3%	3%
实际税率(%)	13%	11%	17%	17%	17%
股息支付率(%)	30%	21%	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(%)	23%	18%	17%	22%	23%
ROA(%)	15%	13%	11%	14%	17%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
收入/总资产	0.51	0.43	0.62	0.76	0.84
总资产/股本	1.70	1.70	1.71	1.62	1.51
收入对利息倍数	44.2	165.9	189.3	259.5	320.3

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	1,011	1,669	1,608	2,865	4,041
融资成本	80	83	78	80	82
营运资金变化	2,240	495	1,565	2,035	3,051
所得税	248	560	0	0	0
营运现金流	1,701	580	2,546	3,454	5,316
资本开支	4,899	4,899	6,124	0	0
其他投资活动	(7,273)	(8,462)	(12,330)	(6,202)	(8,274)
投资活动现金流	(2,374)	(3,563)	(6,205)	(6,202)	(8,274)
负债变化	1,650	1,980	2,574	0	0
股本变化	23	26	50	0	0
股息	245	414	477	730	967
其他融资活动	(548)	1,534	438	2,672	3,405
融资活动现金流	1,369	3,954	3,540	3,403	4,372
现金变化	667	956	(136)	638	1,397
期初持有现金	479	1,146	2,102	1,965	2,603
汇率变动	(29)	(16)	(17)	(17)	(18)
期末持有现金	1,146	2,102	1,965	2,603	3,999

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>