

买入

政策收紧利好供需改善，公司成本优势显著

福莱特玻璃 (6865.HK)

2023-06-01 星期四

投资要点

目标价: **30 港元**
 现价: 22 港元
 预计升幅: 36%

重要数据

日期	2023-05-31
收盘价 (港元)	22
总股本 (百万股)	2,147
流通盘 (百万股)	450
流通值 (亿港元)	99
总市值 (亿港元)	705
净资产 (百万元)	16,604
总资产 (百万元)	38,848
52 周高低 (港元)	34.58/15.27
每股净资产 (港元)	7.73

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

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
 更新报告-20221109

研究部

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

➤ 光伏玻璃产能风险预警，政策收紧利好行业供需改善：

近期工信部、国家发改委发布《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的有关通知》。截至目前，浙江、重庆、河北、河南、山西、甘肃、安徽、广西等多个省份陆续发布了对部分光伏玻璃产线进行产能置换和风险预警机制的要求。预期政策端收紧将直接影响目前正在在建项目的点火投产进度，引导行业供需改善。

➤ 纯碱价格下降带来光伏玻璃行业盈利周期底部向上：

重质纯碱为生产光伏玻璃的重要原材料。今年4月以来，重质纯碱持续下跌，5月跌幅进一步扩大，4-5月累计下跌约1000元/吨。隆众最新数据显示，华北地区重质纯碱主流价格2300元/吨；华东地区重质纯碱主流价格2000元/吨。预期接下来纯碱供应端有较大装置投产，将进一步对价格进行压制。在光伏玻璃价格维稳态势下，成本端下降将带来盈利回升向上，光伏玻璃盈利周期拐点或将在2023Q3显现。

➤ 公司成本优势显著，产能扩充带来业绩增长：

随着2023Q1公司安徽凤阳三期点火投产，公司光伏玻璃总产能已达到20600吨。目前安徽凤阳四期4条1200吨产线正在建设中，将陆续根据进度点火投产，预期到2023年底公司总产能将达到25400吨。公司产能持扩充有利进一步巩固公司龙头地位和竞争实力，同时公司通过收购优质石英岩矿源，保障优质低成本原材料供应。销售端长单锁定，加上产能增长和成本优势，将带来公司收入和盈利持续稳定增长。

➤ 维持买入评级，提高目标价 30 港元：

我们提高公司目标价至30港元，相当于2023年和2024年18倍和14倍PE，目标价较现价有36%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	8,713	15,461	20,072	25,403	30,919
同比增长(%)	39.2%	77.4%	29.8%	26.6%	21.7%
净利润	2,120	2,123	3,284	4,176	5,119
同比增长(%)	30.2%	0.1%	54.7%	27.2%	22.6%
每股盈利 (元)	0.99	0.99	1.49	1.89	2.32
PE@22.00HKD	20.1	20.1	13.4	10.5	8.6
每股股息 (元)	0.21	0.20	0.30	0.38	0.46
股息率	1.1%	1.0%	1.5%	1.9%	2.3%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

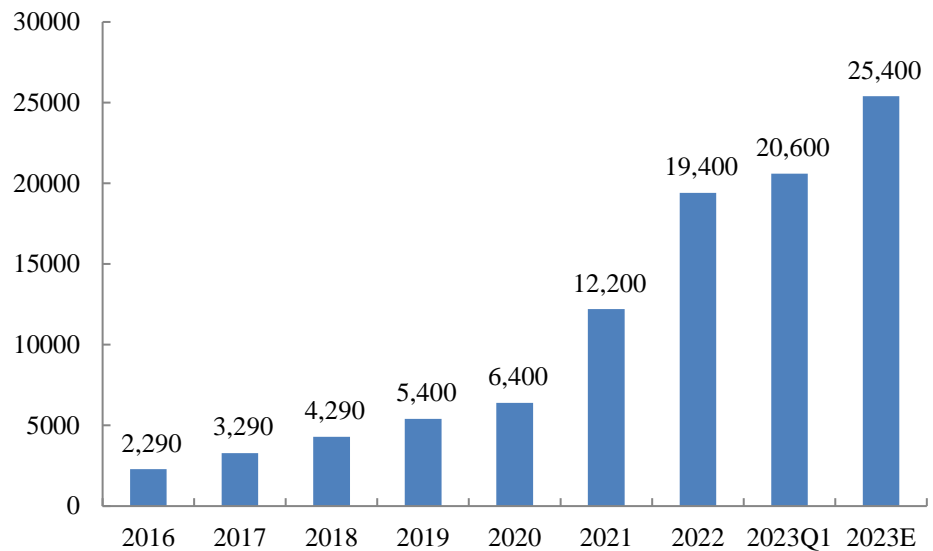
光伏玻璃产能风险预警，政策收紧利好行业供需改善：

近期工信部、国家发改委发布的《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的有关通知》，截至目前，浙江、重庆、河北、河南、山西、甘肃、安徽、广西等多个省份陆续发布了对部分光伏玻璃产线进行产能置换和风险预警机制的要求。预期政策端收紧将直接影响目前正在建项目的点火投产进度，引导行业供需改善。

公司成本优势显著，产能扩充带来业绩增长：

随着 2023Q1 安徽凤阳三期点火投产，公司光伏玻璃总产能已达到 20600 吨。目前安徽凤阳四期 4 条 1200 吨产线正在建设中，将陆续根据进度点火投产，预期到 2023 年底公司总产能将达到 25400 吨。公司产能持续扩充将进一步巩固公司龙头地位和竞争实力，同时公司通过收购优质石英岩矿源，保障优质低成本原材料供应。销售端长单锁定，加上产能增长和成本优势，将带来公司收入和盈利持续稳定增长。

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

纯碱价格下降带来光伏玻璃行业盈利周期底部向上：

重质纯碱为生产光伏玻璃的重要原材料。今年 4 月以来，重质纯碱持续下跌，5 月跌幅进一步扩大，4-5 月累计下跌约 1000 元/吨。隆众数据最新显示，华北地区重质纯碱主流价格 2300 元/吨；华东地区重质纯碱主流价格 2000 元/吨。预期接下来纯碱供应端有较大装置投产，将进一步对价格进行压制。在光伏玻璃价格维稳态势下，成本端下降将带来盈利回升向上，光伏玻璃盈利周期拐点或将在 2023Q3 显现。

维持买入评级，提高目标价至 30 港元：

我们提高公司目标价至 30 港元，相当于 2023 年和 2024 年 18 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 36% 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			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	32.28	637	32.6	22.9	17.3	14.2	4.8	3.5	2.8	2.3
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	27.31	54	65.0	36.6	24.7	16.8	1.7	1.6	1.5	1.3
	000012.SZ	南玻A	RMB	6.10	147	9.2	7.7	6.5	5.3	1.4	1.3	1.1	1.0
	平均					35.6	22.4	16.1	12.1	2.6	2.1	1.8	1.5
H股	0968.HK	信义光能	HKD	7.73	688	18.0	13.2	9.6	7.9	2.3	2.0	1.7	1.5
	3868.HK	信义能源	HKD	2.26	185	19.0	14.6	12.3	11.0	1.6	1.4	1.3	1.3
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	7.65	13	13.5	-	-	-	0.6	-	-	-
	平均					16.9	13.9	10.9	9.4	1.5	1.7	1.5	1.4
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.00	705	20.2	13.5	10.6	8.6	2.8	2.6	2.2	1.7

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	8,713	15,461	20,072	25,403	30,919
经营成本	6,437	12,048	14,251	18,036	21,953
销售费用	86	119	803	1,016	1,237
行政费用	222	278	602	762	928
财务开支	53	240	142	146	126
投资收益(损失)	32	13	12	10	9
其他开支	58	77	70	63	56
税前盈利	2,382	2,155	3,951	5,024	6,159
所得税	260	30	666	847	1,038
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	2,120	2,123	3,284	4,176	5,119
折旧及摊销	542	1,310	1,350	1,393	1,437
EBITDA	1,669	473	1,645	2,459	3,349
增长					
总收入(%)	39%	77%	30%	27%	22%
EBITDA(%)	65%	-72%	248%	50%	36%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,843	2,932	2,091	1,764	1,896
应收账款	1,106	2,811	4,527	4,297	5,230
存货	2,276	2,396	2,095	2,598	2,582
其他流动资产	2,673	4,242	5,182	6,623	7,465
流动资产	8,898	12,381	13,894	15,281	17,173
固定资产	6,316	11,226	12,349	14,201	15,621
其他固定资产	4,868	8,774	7,388	7,133	7,283
非流动资产	11,185	20,000	19,736	21,334	22,903
总资产	20,083	32,382	33,630	36,615	40,076
流动负债	6,164	10,533	9,669	9,674	9,275
应付帐款	2,307	4,100	3,214	3,051	3,713
短期银行贷款	1,861	3,095	3,095	3,095	1,857
其他短期负债	1,997	3,338	3,360	3,528	3,705
非流动负债	2,108	7,816	7,302	6,941	6,706
长期银行贷款	1,968	3,889	4,084	4,288	4,502
其他负债	141	3,927	3,218	2,654	2,204
总负债	8,273	18,349	16,971	16,615	15,981
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	11,810	14,032	16,659	20,000	24,095
每股账面值(人民币元)	5.54	6.58	7.81	9.37	11.29
营运资金	2,734	1,848	4,225	5,607	7,898

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
EBITDA 利率(%)	19%	3%	8%	10%	11%
净利率(%)	24%	14%	16%	16%	17%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3%	2%	3%	3%	3%
实际税率(%)	11%	1%	17%	17%	17%
股息支付率(%)	21%	20%	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(%)	18%	15%	20%	21%	21%
ROA(%)	13%	8%	10%	12%	13%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
收入/总资产	0.43	0.48	0.60	0.69	0.77
总资产/股本	1.70	2.31	2.02	1.83	1.66
收入对利息倍数	165.9	64.3	141.2	173.8	245.6

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	1,669	473	1,645	2,459	3,349
融资成本	83	393	142	146	126
营运资金变化	495	(886)	2,377	1,383	2,290
所得税	560	0	0	0	0
营运现金流	580	177	3,363	5,298	6,441
资本开支	7,482	5,255	0	0	0
其他投资活动	(11,045)	(13,124)	(8,189)	(7,384)	(5,702)
投资活动现金流	(3,563)	(7,869)	(8,189)	(7,384)	(5,702)
负债变化	10,897	9,053	0	0	0
股本变化	26	0	0	0	0
股息	414	741	657	835	1,024
其他融资活动	(7,383)	(1,941)	3,748	862	(1,695)
融资活动现金流	3,954	7,854	4,405	1,697	(671)
现金变化	956	217	(362)	(327)	132
期初持有现金	1,146	2,102	2,319	1,957	1,630
汇率变动	(16)	56	59	61	65
期末持有现金	2,102	2,319	1,957	1,630	1,762

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>