

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

短期业绩有所承压，光伏玻璃龙头景气低谷持续扩张

——福莱特(601865)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2023-04-06)

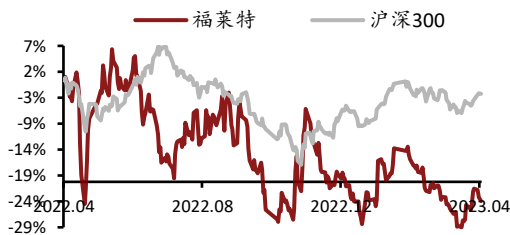
发布日期：2023年04月07日

收盘价(元)	33.24
一年内最高/最低(元)	46.60/30.98
沪深300指数	4,096.64
市净率(倍)	5.27
流通市值(亿元)	562.94

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	6.31
每股经营现金流(元)	0.08
毛利率(%)	22.07
净资产收益率_摊薄(%)	15.13
资产负债率(%)	56.67
总股本/流通股(万股)	214689.42/169357.42
B股/H股(万股)	0.00/45,000.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

《福莱特(601865)公司深度分析：光伏玻璃龙头，砥砺前行》 2023-02-22

《福莱特(601865)中报点评：Q2盈利环比改善，产能稳步释放巩固行业领先地位》

2022-09-09

《福莱特(601865)年报点评：光伏玻璃大窑炉产能稳步释放，中长期龙头地位稳固》

2022-03-24

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

事件：

公司发布2022年年报，公司实现营业总收入154.61亿元，同比增长77.44%；归属于上市公司股东的净利润21.23亿元，同比增长0.13%；经营活动产生的现金流量净额1.77亿元，同比下滑69.49%；基本每股收益0.99元/股；加权平均净资产收益率16%，同比下滑4个百分点。

点评：

- **2022年公司增收不增利，基本符合预期。**公司主要产品包括光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃。公司光伏玻璃实现营业收入136.82亿元，同比增长92.12%，收入占比88.49%，是公司业务发展核心驱动力。从经营数据来看，光伏玻璃销售量5.10亿平，同比增长92.58%；销售均价26.83元/平米，同比下滑0.24%；单位生产成本20.58元/平米，同比增长18.97%；光伏玻璃毛利率23.31%，同比下滑12.39个百分点。2022年，公司光伏玻璃销售量显著增长，主要得益于公司产能扩张和前期项目的达产。由于2022年光伏玻璃行业新增产能较多，行业供给较为宽裕，因而销售价格处于底部徘徊位置。而纯碱、石英砂以及燃料价格上涨，公司光伏玻璃生产成本增加显著，进而挤压盈利能力。
- **公司产能稳步扩张，市场份额有望巩固。**面临光伏行业快速增长的市场需求，公司一方面积极新建1200吨/日熔量光伏玻璃窑炉，增加供给；另一方面迎合市场对轻量化、薄片化产品趋势，优化产能结构，双玻产品占比提升；同时，公司优化生产工艺，降低单位能耗和提高成品率拉开与二三线厂商的差距。目前公司光伏玻璃产能20600吨/日，并计划在2023年投产安徽四期4*1200吨/日熔量项目。目前行业处于低谷位置，光伏玻璃二三线厂商盈利能力较差，低盈利影响其投产的积极性。而公司依靠规模优势、成本优势稳步扩产，有望提高中长期市场份额。
- **收购超白石英砂矿保证资源供应、锁定原材料成本，有望保持成本领先优势。**为进一步增加公司的矿产资源储备，降低石英砂原材料波动对公司产品成本及业绩的影响，公司以33.80亿元收购凤阳县灵山-木屐山矿区新13号段玻璃用石英岩矿采矿权，并以33.44亿元收购有大华矿业和三力矿业100%股权。收购完成后，公司将拥有稳定的玻璃用石英岩矿资源，提高超白石英砂自供率，有利于控制和稳定主要原材料的品质及成本。
- **2023年光伏产业链成本有望下行，全球需求有望保持旺盛。**2023

年除硅料老厂商的扩产外，新进入者产能进入集中释放阶段。按照预计投产进度和产能爬坡周期估算，全年硅料供应量有望超过 150 万吨，能够支撑近 450GW 的装机容量。预计 2023 年光伏产业链价格呈现逐步下行趋势，进而提高光伏开发商项目内部收益率。而国内风光大基地建设、分布式光伏渗透率提升以及海外地区可再生能源对化石能源的替代，预计全球光伏装机有望保持较高增速。光伏装机需求增长有望对光伏玻璃相对宽裕供需环境形成改善。

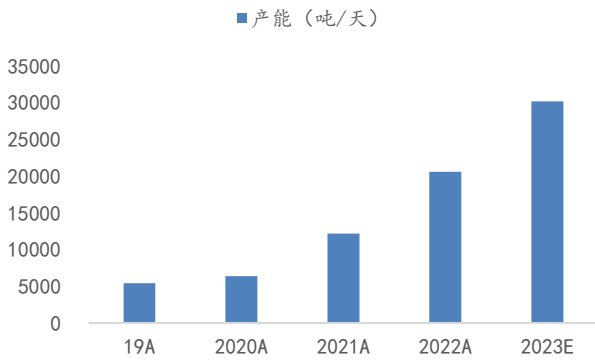
- **维持公司“增持”投资评级。**暂时不考虑公司非公开发行股票的摊薄效应，预计公司 2023、2024 年、2025 年归属于上市公司股东的净利润分别为 32.14 亿元、40.80 亿元和 46.05 亿元，对应每股收益为 1.50、1.90 和 2.14 元/股，按照 4 月 6 日 33.24 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 22.20、17.49 和 15.50 倍。公司作为国内光伏玻璃行业领先企业，具备良好的规模优势，生产制造经验优势和成本优势。公司在行业低谷时仍能保持较好的盈利水平。公司持续扩大光伏玻璃先进产能，优化大尺寸和薄片玻璃产品结构，成长预期良好，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：全球光伏装机需求不及预期；光伏玻璃扩张速度过快，盈利能力下滑风险；原材料、燃料动力价格上涨。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,713	15,461	22,061	26,958	29,383
增长比率	39.18%	77.44%	42.69%	22.20%	8.99%
净利润（百万元）	2,120	2,123	3,214	4,080	4,605
增长比率	30.2%	0.1%	51.42%	26.93%	12.86%
每股收益(元)	0.99	0.99	1.50	1.90	2.14
市盈率(倍)	33.58	33.58	22.20	17.49	15.50

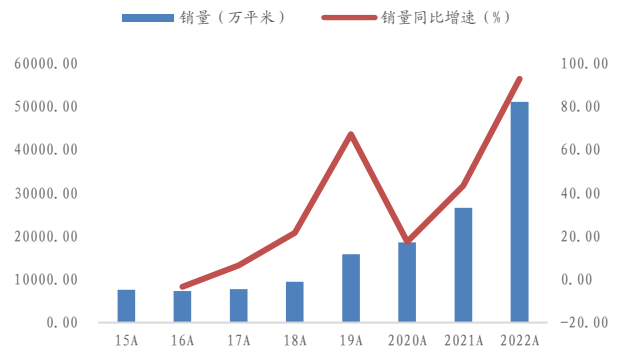
资料来源：聚源，中原证券

图 1：公司光伏玻璃产能



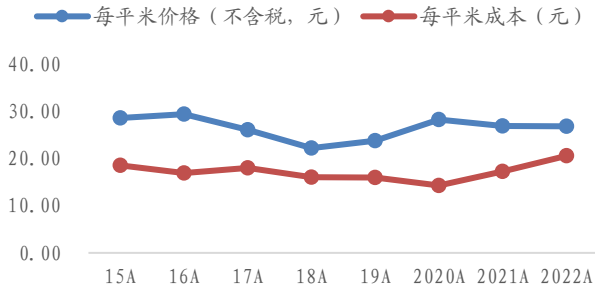
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：公司光伏玻璃销售量和同比增长



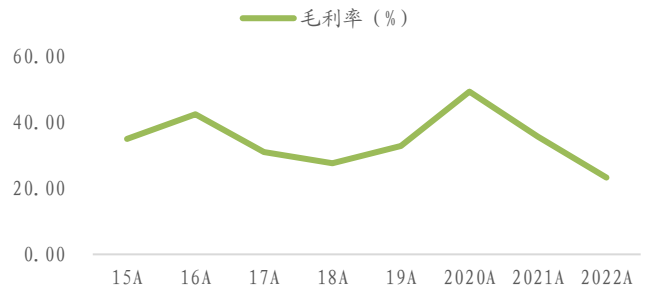
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：公司光伏玻璃销售均价和单位成本



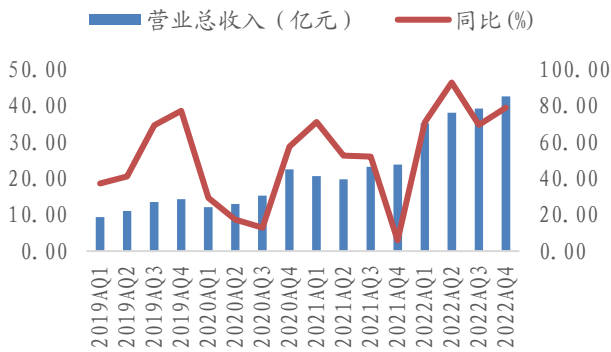
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：公司光伏玻璃毛利率走势



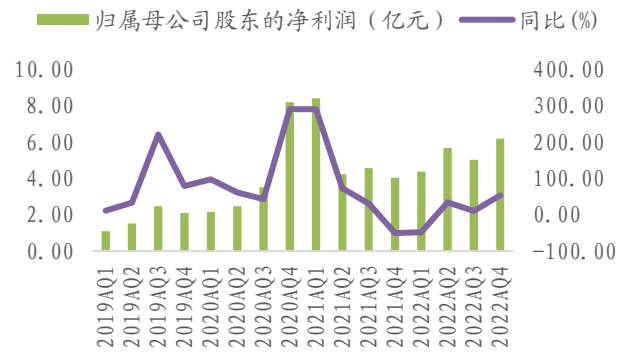
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司季度营业总收入和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司季度归母净利润和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,898	12,381	15,481	18,160	21,953
现金	2,843	2,932	2,235	2,064	4,469
应收票据及应收账款	2,046	5,317	7,555	9,232	10,063
其他应收款	55	101	121	148	161
预付账款	692	578	821	997	1,080
存货	2,276	2,396	3,375	4,099	4,439
其他流动资产	986	1,057	1,375	1,620	1,741
非流动资产	11,185	20,000	23,901	26,575	28,152
长期投资	72	83	83	83	83
固定资产	6,316	11,226	13,359	15,337	16,253
无形资产	663	3,784	5,176	5,498	5,784
其他非流动资产	4,134	4,908	5,283	5,658	6,033
资产总计	20,083	32,382	39,382	44,735	50,105
流动负债	6,164	10,533	14,220	15,592	16,608
短期借款	1,861	3,095	4,836	5,022	5,267
应付票据及应付账款	3,344	5,065	6,749	7,651	8,286
其他流动负债	960	2,373	2,634	2,919	3,055
非流动负债	2,108	7,816	8,316	8,816	9,316
长期借款	1,968	3,889	4,389	4,889	5,389
其他非流动负债	141	3,927	3,927	3,927	3,927
负债合计	8,273	18,349	22,536	24,408	25,924
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2,147	2,147	2,147	2,147	2,147
资本公积	4,833	4,865	4,865	4,865	4,865
留存收益	6,463	8,092	10,906	14,386	18,241
归属母公司股东权益	11,810	14,032	18,457	21,937	25,792
负债和股东权益	20,083	32,382	40,992	46,345	51,715

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	580	177	3,045	4,394	6,096
净利润	2,120	2,123	3,214	4,080	4,605
折旧摊销	546	1,313	1,099	1,326	1,423
财务费用	83	393	584	650	686
投资损失	-32	-13	0	0	0
营运资金变动	-2,202	-3,623	-1,852	-1,662	-618
其他经营现金流	65	-16	0	0	0
投资活动现金流	-3,563	-7,869	-5,000	-4,000	-3,000
资本支出	-3,760	-8,061	-5,000	-4,000	-3,000
长期投资	126	194	0	0	0
其他投资现金流	72	-1	0	0	0
筹资活动现金流	3,954	7,854	1,257	-564	-690
短期借款	1,243	1,235	1,741	185	246
长期借款	593	1,921	500	500	500
普通股增加	1,637	0	0	0	0
资本公积增加	2,788	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2,306	4,666	-984	-1,250	-1,436
现金净增加额	956	217	-698	-171	2,405

资料来源：携宁，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,713	15,461	22,061	26,958	29,383
营业成本	5,620	12,048	16,423	19,947	21,602
营业税金及附加	48	135	176	216	235
营业费用	86	119	176	216	235
管理费用	222	278	397	485	529
研发费用	408	523	882	1,078	1,175
财务费用	53	240	545	617	637
资产减值损失	-10	-3	0	0	0
其他收益	58	77	110	135	147
公允价值变动收益	-1	-2	0	0	0
投资净收益	32	13	0	0	0
资产处置收益	4	-9	0	0	0
营业利润	2,382	2,155	3,571	4,533	5,116
营业外收入	3	1	0	0	0
营业外支出	4	4	0	0	0
利润总额	2,380	2,153	3,571	4,533	5,116
所得税	260	30	357	453	512
净利润	2,120	2,123	3,214	4,080	4,605
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,120	2,123	3,214	4,080	4,605
EBITDA	2,946	3,706	5,216	6,477	7,176
EPS (元)	0.99	0.99	1.50	1.90	2.14

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	39.18%	77.44%	42.69%	22.20%	8.99%
营业利润 (%)	27.71%	-9.51%	65.71%	26.93%	12.86%
归属母公司净利润 (%)	30.2%	0.1%	51.42%	26.93%	12.86%
获利能力					
毛利率 (%)	35.50%	22.07%	25.56%	26.01%	26.48%
净利率 (%)	24.33%	13.73%	14.57%	15.13%	15.67%
ROE (%)	17.9%	15.1%	17.4%	18.6%	17.9%
ROIC	13.4%	9.1%	11.4%	12.6%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	0.41	0.57	0.57	0.55	0.52
净负债比率	0.70	1.31	1.22	1.11	1.01
流动比率	1.44	1.18	1.09	1.16	1.32
速动比率	0.96	0.89	0.79	0.84	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.48	0.56	0.60	0.59
应收账款周转率	7.88	5.50	5.62	5.62	5.62
应付账款周转率	2.44	2.94	3.04	3.32	3.32
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.99	0.99	1.50	1.90	2.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.08	1.42	2.05	2.84
每股净资产 (最新摊薄)	5.50	6.54	8.60	10.22	12.01
估值比率					
P/E	33.58	33.58	22.20	17.49	15.50
P/B	6.04	5.09	3.87	3.25	2.77
EV/EBITDA	24.66	21.67	15.96	12.99	11.49

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。