

持有

重大合约锁定，支撑未来业绩高增长

福莱特玻璃 (6865.HK)

2021-02-02 星期二

投资要点

目标价: **36.2 港元**
 现价: 31.7 港元
 预计升幅: 14%

➤ **重大合约锁定，支撑未来业绩增长：**

基于公司目前在手订单，合计金额达到约人民币 231 亿元，超过 2020 年收入规模的 3 倍。我们预期在全球光伏装机需求持续高速增长态势下，公司持续产能扩充和销售合约的锁定，将支撑公司未来 3 年业绩仍将保持较高增长。

重要数据

日期	2021-02-01
收盘价 (港元)	31.7
总股本 (百万股)	2,134
流通盘 (百万股)	450
流通值 (百万港元)	14,265
净资产 (百万元)	5,038
总资产 (百万元)	10,485
52 周高低 (港元)	40.05/3.65
每股净资产 (元)	2.85

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **光伏玻璃产能放开，未来价格将逐步理性回归：**

根据最新工信部征求意见稿，明确光伏压延玻璃可不制定产能置换方案。我们认为产能放开，将增加光伏玻璃供应，但考虑到光伏玻璃新产能释放仍需 1-2 年时间，而且 2021 年新增产能主要集中在两大龙头手中。预期 2021 年光伏玻璃将会经历紧缺、结构性紧缺、和全面满足需求的阶段，光伏玻璃价格将逐步理性回归，基于龙头公司的规模一体化优势，预期双寡头格局短期内较难撼动。

➤ **A 股定增成功发行，将助力扩产提速并降低资产负债率：**

公司 A 股实际非公开发行 8,454.5 万股，每股发行价格为人民币 29.57 元，募集资金总额人民币 25 亿元，将分别用于年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃二期项目和年产 4,200 万平方光伏背板玻璃项目。公司 A 股定增的成功发行，将助力扩产提速并降低资产负债率，减少财务费用支出。

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非
 (57.37%)

➤ **给予持有评级，目标价 36.2 港元：**

公司发布盈喜预计 2020 年净利润同比增长 109.2%~131.52%，对应人民币 15~16.6 亿元。我们根据公司产能投放进度和对玻璃价格理性回归的假设，初步预测公司 2021 年盈利同比增长 35.5%。结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 36.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 30 倍和 24 倍 PE，目标价较现价有 14% 上升空间，给予持有评级。

相关报告

首次报告-20200717

更新报告-20200805

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	3,064	4,807	7,282	9,958	12,572
同比增长(%)	3.0%	56.9%	51.5%	36.7%	26.3%
净利润	407	717	1,570	2,127	2,659
同比增长(%)	-5.2%	76.1%	118.8%	35.5%	25.0%
每股盈利 (元)	0.23	0.37	0.81	1.00	1.25
PE@31.7HKD	114.9	71.4	32.6	26.5	21.2
每股股息 (元)	0.05	0.03	0.12	0.15	0.19
股息率	0.2%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

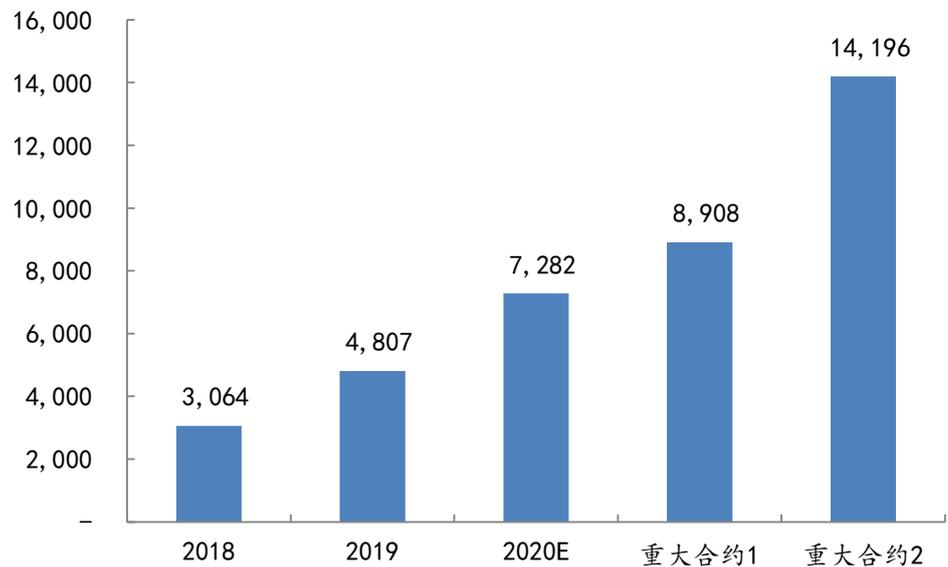
重大合约锁定，支撑未来业绩增长：

重大合约 1：买方为东方日升（常州）新能源有限公司，共计 34GW（约 2.34 亿平方米）组件用光伏压延玻璃，价格随行就市，按照卓创周报 2021 年 1 月 14 日公布的 3.2mm 光伏玻璃均价 42 元/平方米（含税）、2.0mm 光伏玻璃均价 34 元/平方米（含税）测算，预估总金额约 89.08 亿元人民币（含税），合约期为 2021 年 1 月日至 2023 年 12 月 31 日。

重大合约 2：买方为晶科集团若干全资附属公司，共计 59GW（约 3.38 亿平方米）组件用光伏压延玻璃，价格随行就市，按照卓创周报 2020 年 12 月 24 日公布的光伏玻璃均价 42 元/平方（含税）测算，预估合同总金额约 141.96 亿元人民币（含税），合约期为 2021 年 1 月日至 2023 年 12 月 31 日。

基于公司目前在手订单，合计金额达到约人民币 231 亿元，超过 2020 年收入规模的 3 倍。我们预期在全球光伏装机需求持续高增长态势下，公司持续产能扩充和销售合约的锁定，将支撑公司未来 3 年业绩仍将保持较高增长。

图 1：公司收入和重大合约金额对比（人民币百万元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

光伏玻璃产能放开，未来价格将回归理性：

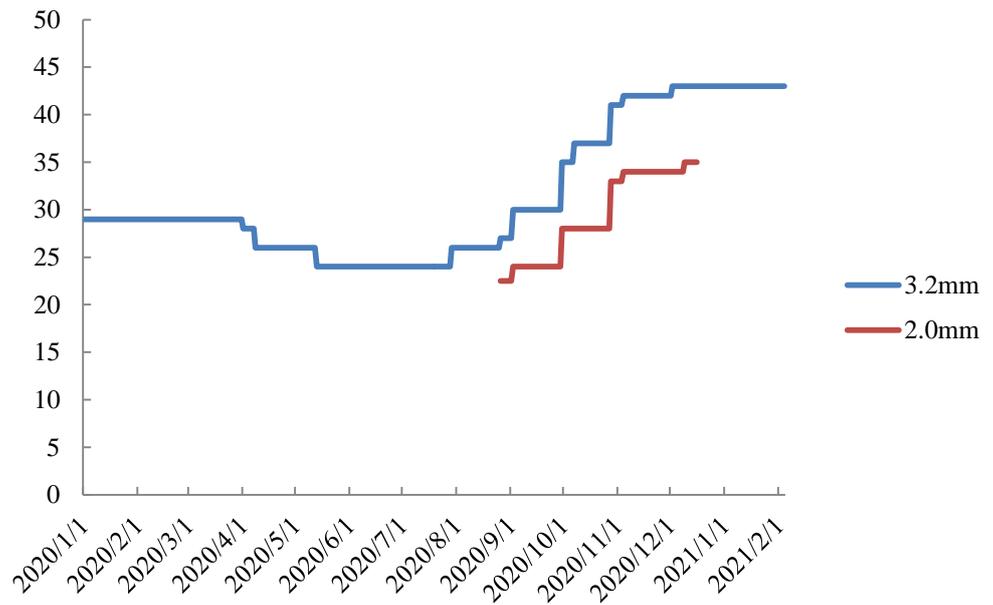
根据工信部再次征求意见稿，明确光伏压延玻璃可不制定产能置换方案。我们认为产能放开，将增加光伏玻璃供应，光伏玻璃紧缺局面将逐步缓解，价格将理性回归；同时我们预期未来国家会出台相应实施细则，对企业环保能耗排放，技术

标准指标作出明确规定，引导行业健康有序发展。

光伏玻璃新产能释放仍需 1-2 年时间，2021 年新增产能主要集中在两大龙头手中，信义光能 2021 年预计有 4000t/d 产能投放，福莱特有 4600t/d 产能投放。

预期 2021 年光伏玻璃将会经历紧缺、结构性紧缺、和全面满足需求的阶段，光伏玻璃价格将理性回归。

图 2：光伏玻璃价格走势（元/立方米）



资料来源：PVInfolink、国元证券经纪（香港）整理

A 股定增成功发行，将助力扩产提速并降低资产负债率：

公司 A 股实际非公开发行 8,454.5 万股，每股发行价格为人民币 29.57 元，募集资金总额人民币 25 亿元，将分别用于年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃二期项目和年产 4,200 万平方光伏背板玻璃项目。公司 A 股定增的成功发行，将助力扩产提速并降低资产负债率，减少财务费用支出。

给予持有评级，目标价 36.2 港元：

公司发布盈喜预计 2020 年净利润将实现同比增长 109.2%~131.52%，对应人民币 15~16.6 亿元。我们根据公司产能投放进度和对玻璃价格理性回归的假设，初步预测 2021 年盈利同比增长 35.5%。

结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 36.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 30 倍和 24 倍 PE，目标价较现价有 14% 上升空间，给予持有评级。

风险提示:

海内外疫情影响下光伏装机需求不及预期;

光伏玻璃价格下跌

表1: 行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	35.69	724	106.2	52.7	31.9	26.7	13.7	11.5	8.4	6.5
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	38.83	62	-64.0	51.4	23.1	14.5	2.9	2.8	2.5	2.1
	000012.SZ	南玻A	RMB	6.25	148	35.8	22.3	17.9	14.7	1.9	1.9	1.7	1.6
	平均					26.0	42.1	24.3	18.6	6.1	5.4	4.2	3.4
H股	0968.HK	信义光能	HKD	17.50	1,542	63.8	40.5	27.3	23.8	10.3	8.3	6.5	5.4
	3868.HK	信义能源	HKD	4.84	344	38.6	31.9	28.5	27.3	3.5	3.0	2.8	2.6
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	1.80	63	61.0	-	-	-	24.0	-	-	-
	平均					54.5	36.2	27.9	25.5	12.6	5.7	4.6	4.0
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	31.70	869	71.4	32.6	26.5	21.2	10.7	9.5	7.0	5.3

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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3,064	4,807	7,282	9,958	12,572
经营成本	2,233	3,290	4,697	6,493	8,298
销售费用	128	255	350	458	503
行政费用	118	121	184	249	352
财务开支	2	53	35	30	27
投资收益(损失)	(16)	7	8	7	6
其他开支	(1,634)	644	350	400	600
税前盈利	459	846	1,869	2,538	3,176
所得税	59	145	318	431	539
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	407	717	1,570	2,127	2,659
折旧及摊销	256	334	349	365	381
EBITDA	89	197	1,128	1,679	2,259
增长					
总收入 (%)	-	57%	51%	37%	26%
EBITDA (%)	-	121%	472%	49%	35%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	683	613	1,413	1,951	2,953
应收账款	821	1,107	2,463	3,930	5,670
存货	377	484	691	859	976
其他流动资产	1,166	2,249	1,964	2,480	2,777
流动资产	3,047	4,453	6,530	9,220	12,377
固定资产	2,166	3,071	4,299	5,073	5,580
其他固定资产	1,740	1,869	2,500	2,343	2,440
非流动资产	3,906	4,940	6,799	7,416	8,020
总资产	6,954	9,392	13,329	16,636	20,397
流动负债	2,237	4,454	5,054	6,133	7,222
应付帐款	1,217	1,855	2,648	3,660	4,678
短期银行贷款	450	1,316	1,053	1,053	1,053
其他短期负债	570	1,283	1,352	1,420	1,491
非流动负债	1,048	425	2,350	2,662	2,941
长期银行贷款	989	282	296	311	326
其他负债	59	143	2,054	2,351	2,615
总负债	3,285	4,879	7,403	8,796	10,163
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	3,669	4,513	5,926	7,840	10,234
每股账面值(人民币元)	3.05	3.09	3.24	3.48	3.79
营运资金	810	(1)	1,477	3,086	5,155

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	3%	4%	15%	17%	18%
净利率 (%)	13%	15%	22%	21%	21%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	13%	17%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	41%	34%	34%	34%	34%
库存周转	62	54	54	54	54
应付账款天数	199	206	206	206	206
应收账款天数	98	84	84	84	84
ROE (%)	11%	16%	26%	27%	26%
ROA (%)	6%	9%	14%	14%	14%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.2)
收入/总资产	0.44	0.51	0.55	0.60	0.62
总资产/股本	1.90	2.08	2.25	2.12	1.99
收入对利息倍数	1,901.1	90.5	207.6	331.9	460.3

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	89	197	1,128	1,679	2,259
融资成本	26	65	35	30	27
营运资金变化	-	(812)	1,478	1,610	2,068
所得税	161	152	318	431	539
营运现金流	431	510	1,217	1,916	2,240
资本开支	(1,530)	(1,335)	(1,225)	0	0
其他投资活动	227	87	(304)	(1,331)	(1,221)
投资活动现金流	(1,303)	(1,248)	(1,528)	(1,331)	(1,221)
负债变化	555	(631)	(630)	0	0
股本变化	0	38	1	0	0
股息	79	230	241	253	266
其他融资活动	(197)	1,048	1,495	(304)	(287)
融资活动现金流	437	684	1,107	(51)	(21)
现金变化	(435)	(54)	796	534	998
期初持有现金	950	529	479	1,279	1,817
汇率变动	14	4	4	4	4
期末持有现金	529	479	1,279	1,817	2,820

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>