

**买入**
**加速扩产，以量补价支撑业绩快速增长**
**福莱特玻璃 (6865.HK)**

2021-08-16 星期一

**投资要点**

目标价: **49.8 港元**  
 现价: 33.55 港元  
 预计升幅: 48%

**2021H1 归母净利润 12.61 亿元人民币，同比增长 173.66%:**

2021H1 公司实现营业收入约 40.28 亿元人民币，同比增长 61.37%；归母净利润约 12.61 亿元人民币，同比增长 173.66%，基本每股盈利 0.59 元。公司业绩创下历史新高，分业务来看，核心光伏玻璃实现收入 33.25 亿元人民币，同比增长 56.22%，收入占比 82.54%；其他业务中浮法玻璃、家居玻璃和工程玻璃收入分别上升 3,887.31%、42.58% 和 65.38%。

**重要数据**

日期	2021-08-13
收盘价 (港元)	33.55
总股本 (百万股)	2,147
流通盘 (百万股)	450
流通值 (百万港元)	15,097
净资产 (百万元)	10,909
总资产 (百万元)	17,201
52 周高低 (港元)	43.2/10.52
每股净资产 (元)	5.08

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后将趋于稳定:**

2021H1 公司综合毛利率 48.04%，其中 Q2 综合毛利率较 Q1 环比下降近 21 个百分点至 37.4%，但远低于光伏玻璃价格环比超过 40% 的跌幅，主要受益高毛利的薄片玻璃占比快速提升以及浮法玻璃毛利率上升所致。基于工信部光伏玻璃产能放开政策，我们预期光伏玻璃价格回归理性后将趋于稳定。

**加速扩产，以量补价支撑业务快速增长:**

目前公司名义总日熔量达到 9,800 吨，在产日熔量为 9,200 吨；2021 年下半年公司有 3 条 1,200 吨产线陆续点火，加上 600 吨窑炉在年底前完成冷修，预计 2021 年底产能将达到 13,400 吨日熔量；2022 年，公司预计有 6 条 1200 吨产线点火投产，2022 年和 2023 年公司名义日熔量将分别达到 20,600 吨和 25,400 吨。公司产能快速扩张，一方面有利进一步提升公司市占率，巩固行业领先地位和优势；另一方面，通过以量补价支撑公司业绩持续快速增长。

**主要股东**

阮洪良、姜瑾华、阮泽云及赵晓非 (54.85%)

**相关报告**

首次报告-20200717  
 更新报告-20200805  
 更新报告-20210202/0414

**维持买入评级，目标价 49.8 港元:**

我们提高公司目标价至 49.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 38 倍和 30 倍 PE，目标价较现价有 48% 上升空间，维持买入评级。

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@33.55HKD	75.5	33.7	25.7	20.4	15.3
每股股息 (元)	0.03	0.25	0.16	0.21	0.27
股息率	0.1%	0.9%	0.6%	0.7%	1.0%

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

## 報告正文

### 2021H1 归母净利润 12.61 億元人民幣，同比增長 173.66%：

截至 2021 年 6 月 30 日止 6 個月，公司收入 40.28 億元人民幣(單位下同)，同比增長 61.37%；淨利潤 12.61 億元，同比增長 173.66%。

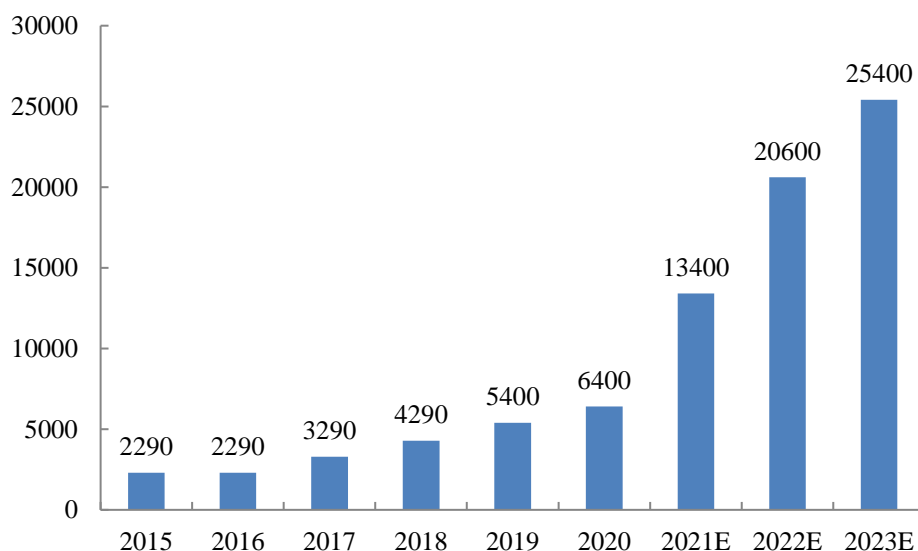
分業務來看，其中，光伏玻璃收入較上期增長 56.22%，主要有兩方面原因：一是受益於產能擴張和雙玻需求增加，公司主要產品光伏玻璃銷售量較去年同期增長；二是儘管 2021 年第二季度光伏玻璃價格有所下降，但平均價格高於去年同期。

浮法玻璃收入較上年同期上升 3887.31%，主要是兩方面原因：一是由於一座日熔化量 600 噸浮法玻璃熔窯於 2019 年年底開始冷修導致 2020 年同期浮法產銷量下降；二是冷修窯爐於 2020 年 8 月點火投入生產導致 2021 年浮法產銷量增長，同時銷售價格較去年同期增長。

### 加速擴產，以量補價支撐業務快速增長：

2021 年上半年公司新增 3 條產線投產，越南海防 1 條 1000 噸和安徽 2 條 1200 噸產線，目前公司名義總日熔量達到 9800 噸，在產日熔量為 9,200 噸；2021 年下半年公司還有 3 條 1200 噸產線陸續點火，加上 600 噸窯爐在年底前完成冷修，預計 2021 年底產能將達到 13,400 噸日熔量。2022 年，公司預計有 6 條 1200 噸產線點火投產，2022 年和 2023 年公司名義日熔量將分別達到 20,600 噸和 25,400 噸。公司產能快速擴張，一方面有利於進一步提升公司市占率，鞏固行業領先地位和優勢。另一方面，通過以量補價支撐公司業務持續快速增長。

圖 1：公司光伏玻璃日熔量（噸）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

### 光伏玻璃价格理性回归后将趋于稳定：

2021H1 公司综合毛利率 48.04%，其中 Q2 综合毛利率较 Q1 环比下降近 21 个百分点至 37.4%，但远低于光伏玻璃价格环比超过 40% 的跌幅，主要受益高毛利的薄片玻璃占比快速提升以及浮法玻璃毛利率上升所致。基于工信部光伏玻璃产能放开政策，我们预期未来光伏玻璃价格回归理性后将趋于稳定。

### 给予买入评级，目标价 49.8 港元：

我们结合行业内可比公司估值情况，相当于 2021 年和 2022 年 38 倍和 30 倍 PE，目标价较现价有 48% 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

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	47.44	930	62.5	43.4	31.9	25.7	9.3	10.1	7.8	6.1
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	41.92	83	60.6	29.0	19.5	16.3	3.5	3.2	2.7	2.3
	000012.SZ	南玻A	RMB	11.90	273	46.9	13.5	11.1	9.3	3.4	2.8	2.4	2.0
	<b>平均</b>					<b>56.7</b>	<b>28.6</b>	<b>20.8</b>	<b>17.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>	<b>4.3</b>	<b>3.4</b>
H股	0968.HK	信义光能	HKD	15.98	1,420	31.1	25.4	21.0	16.8	5.0	4.4	3.8	3.7
	3868.HK	信义能源	HKD	4.95	352	38.2	27.4	23.7	20.8	2.9	2.8	2.6	2.3
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	31.00	55	20.9	6.8	8.6	5.2	2.6	2.1	2.2	1.6
	<b>平均</b>					<b>30.1</b>	<b>19.9</b>	<b>17.8</b>	<b>14.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	33.35	1,117	33.7	25.7	20.4	15.3	5.5	6.1	5.1	3.9

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	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	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
<b>税前盈利</b>	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	-	-	-	-	-
<b>归属股东净利润</b>	717	1,629	2,361	3,031	4,048
折旧及摊销	334	405	423	442	462
<b>EBITDA</b>	197	1,011	1,898	2,612	3,592
<b>增长</b>					
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	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	613	1,590	3,776	1,288	1,511
应收账款	1,107	1,388	1,110	6,006	8,483
存货	484	479	990	994	899
其他流动资产	2,249	2,112	2,922	3,137	4,780
<b>流动资产</b>	4,453	5,569	8,798	11,426	15,672
固定资产	3,071	3,334	5,001	5,501	6,051
其他固定资产	1,869	3,363	4,306	4,504	4,712
<b>非流动资产</b>	4,940	6,697	9,307	10,004	10,763
<b>总资产</b>	9,392	12,266	18,105	21,430	26,435
<b>流动负债</b>	4,454	3,331	4,869	5,995	7,774
应付帐款	1,855	1,295	2,762	3,814	5,514
短期银行贷款	1,316	617	617	617	617
其他短期负债	1283	1419	1490	1564	1642
<b>非流动负债</b>	425	1,700	2,223	1,694	1,683
长期银行贷款	282	1,375	1,444	1,516	1,592
其他负债	143	325	779	178	91
<b>总负债</b>	4,879	5,031	7,092	7,690	9,457
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>股东权益</b>	4,513	7,235	11,013	13,740	16,978
每股账面值(人民币元)	2.31	3.53	5.16	6.44	7.96
营运资金	(1)	2,238	3,929	5,430	7,898

**财务分析**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率(%)	4%	16%	19%	20%	19%
净利率(%)	15%	26%	24%	23%	22%
<b>营运表现</b>					
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%	21%	22%	24%
ROA(%)	9%	15%	16%	15%	17%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.2	0.1	(0.2)	0.1	0.0
收入/总资产	0.51	0.51	0.55	0.62	0.71
总资产/股本	2.08	1.70	1.64	1.56	1.56
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	2020	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	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	1,690	1,501	2,468
所得税	152	245	479	615	821
<b>营运现金流</b>	510	1,701	4,139	(275)	3,916
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)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>融资活动现金流</b>	684	1,369	1,278	662	(786)
<b>现金变化</b>	(54)	0	2,526	(2,456)	257
期初持有现金	529	479	1,146	3,642	1,154
汇率变动	4	(29)	(31)	(32)	(34)
期末持有现金	479	1,146	3,642	1,154	1,377

# 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>