

## 6865.HK 福莱特玻璃

未评级

全球领先的光伏玻璃生产商

2016年02月19日

## 市场数据

报告日期	2016.02.19
收盘价(港元)	1.28
流通H股(亿股)	4.50
总股本(亿股)	18.00
流通H市值(亿港元)	5.76
总市值(亿港元)	23.04
净资产(亿元)	18.19
总资产(亿元)	39.98
每股净资产(元)	1.01

数据来源: Wind

## 相关报告

## 海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 刘小明  
liuxiaoming@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015H1
营业收入(百万人民币)	1,449	2,187	2,833	1,237
增长率(%)	N/A	51.00%	29.54%	7.62%
净利润(百万人民币)	60	204	393	162
增长率(%)	N/A	240.02%	92.85%	-0.30%
毛利率	21.57%	27.20%	32.77%	28.21%
净利润率	4.13%	9.31%	13.86%	13.05%
每股收益(元/股)	4.17	14.16	29.09	11.97

数据来源: Wind、公司资料

## 投资要点

- **福莱特玻璃(6865.HK)港交所 IPO 上市。**福莱特玻璃是全球领先的光伏玻璃生产商,2014 年光伏玻璃销售额全球第一,2014 年光伏玻璃原片产能全球第二名。公司是中国首家通过瑞士太阳能技术试验研究(SPF)光伏玻璃认证的中国光伏玻璃生产商。2015 年 11 月,公司在港交所 IPO 上市。
- **垂直整合的业务营运模式。**公司拥有 7 座生产玻璃原片的熔炉,其中 5 座用于生产超白光伏玻璃原片,总产能日 2,290 吨;2 座用于生产浮法玻璃,日产能总计 1,200 吨。公司运营 16 条光伏玻璃原片生产线、21 条光伏玻璃加工线、2 条浮法玻璃生产线、12 条家居玻璃加工线及 12 条工程玻璃加工线。为了保障石英砂的稳定供应,公司已收购了一个石英岩矿的开采权。
- **积极扩张产能,“走出去”拓展业务。**公司计划于越南投资 1 亿美元,建设一条日产量 800 吨的光伏玻璃生产基地;公司拟改造升级一座日产能 490 吨光伏玻璃熔炉以提升生产效率;公司将在嘉兴设立新的 Low-E 玻璃加工基地;公司还计划在安徽建立新的年产 960 万平方米的光伏玻璃加工基地。
- **我们的观点:**福莱特玻璃是全球领先的光伏玻璃生产商,公司与信义光能均是光伏玻璃行业全球领军企业,具有较强的竞争力。福莱特正在走出嘉兴,包括计划在越南投资建厂、安徽设立光伏玻璃加基地等。估值上看,公司当前股价对应 2014 年的业绩仅 3.8 倍 PE,考虑 IPO 摊薄的影响,对应 2015 年业绩预期也不过 4-5 倍 PE。建议投资者密切关注公司新生产基地的建设进展以及光伏终端装机的需求变化。
- **风险提示:**光伏终端装机不及预期,越南项目建设进展不及预期。

### 报告正文

- **福莱特玻璃港交所 IPO 上市。**福莱特玻璃是全球领先的光伏玻璃生产商，2014 年光伏玻璃销售额全球及中国第一，2014 年光伏玻璃原片产能全球及中国第二名。公司是中国首家通过瑞士太阳能技术试验研究（SPF）光伏玻璃认证的中国光伏玻璃生产商。公司曾于 2011 年 10 月提请中国证监会 A 股上市，2013 年 3 月撤回 A 股上市申请，之后进行港股上市申请，2015 年 11 月公司在港交所 IPO 上市，股票简称“福莱特玻璃”，代码 6865.HK。

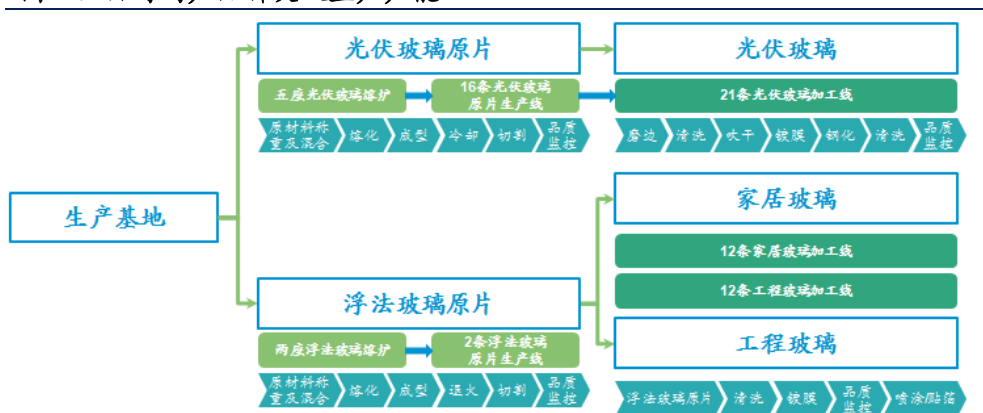
图 1、光伏玻璃原片国内企业销售额和总产能

公司	销售额 (人民币 百万元)	全球份额	中国份额	公司	产能 (吨/天)	全球份额	中国份额
福莱特	2,078.4	18.9%	26.3%	信义光能	3,800.0	20.2%	27.5%
信义光能	1,879.7	17.1%	23.7%	福莱特	2,290.0	12.1%	16.6%
亚玛顿	825.8	7.5%	10.4%	南玻	1,300.0	6.9%	9.4%
安彩高科	797.0	7.3%	10.1%	中航三鑫	900.0	4.8%	6.5%
南玻	786.8	7.2%	9.9%	安彩高科	750.0	4.0%	5.4%
总计	10,973.9	100.0%		总计	18,850.0	100.0%	

资料来源：各公司年报、Frost&Sullivan、兴业证券研究所

- **垂直整合的业务运营模式。**公司拥有 7 座生产玻璃原片的熔炉，其中 5 座用于生产超白光伏玻璃原片(日产能分别为 300、300、490、600、600 吨)，日总产能 2,290 吨；2 座用于生产浮法玻璃，日产能总计 1,200 吨。此外，公司运营 16 条光伏玻璃原片生产线、21 条光伏玻璃加工线、2 条浮法玻璃生产线、12 条家居玻璃加工线及 12 条工程玻璃加工线。另外，为了保障石英砂的稳定供应，公司已收购了安徽省滁州市凤阳县的灵山-木屐山矿区石英岩矿第七分段的开采权，代价为人民币 2.266 亿元。

图 2、公司的产品种类及生产产能

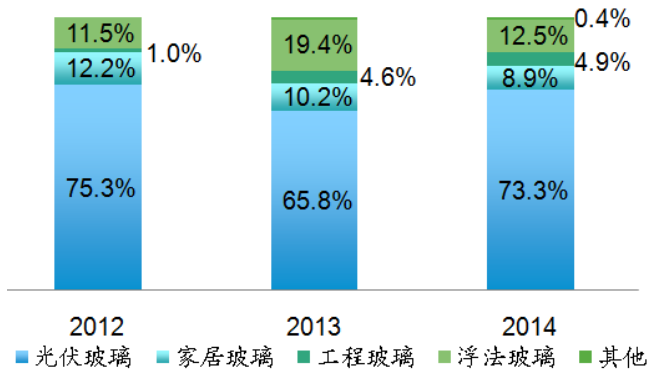


资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- **光伏玻璃为主要产品，同时拓展其他玻璃产品。**公司的主要销售产品是超白压花光伏玻璃，占收入约 7 成，主要用作晶硅及薄膜电池的盖板。同时公

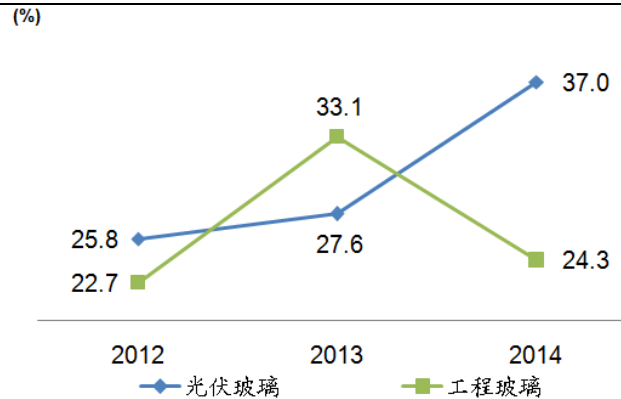
司还拓展了其他玻璃产品，包括家居玻璃、工程玻璃和浮法玻璃。过往的经历证明，公司的产品组合成功抵御了光伏产业周期引起的单一产品风险。

图 3、公司产品类型的收入占比



资源来源：公司资料、兴业证券研究所

图 4、各产品类型毛利率



资源来源：公司资料、兴业证券研究所

- **海外拓展生产基地（越南）。**公司计划于越南投资 1 亿美元，投产一条日产量 800 吨的光伏玻璃基地，以便向海外光伏玻璃客户(包括位于东南亚、印度、欧洲、韩国及日币的客户)提供。越南设立生产基地可以避免“双反”调查的影响，而且具有更低的劳动力成本，超白石英砂和电力成本均较中国低 15-20%。预期该项目 2016 年动工，2017 年建成投产。
- **技术改造提升熔炉生产效率。**公司拟将一座日产能 490 吨光伏玻璃熔炉改造升级，提升生产效率，降低生产成本。该改造项目总投资 1.5 亿元，预期 2016 年第一季度动工，改造耗时 3 个月。因此光伏玻璃销售约减少 4 百万平方米，占 2014 年光伏玻璃销售量 5.8%，公司或向第三方采购光伏玻璃原片以降低改造升级对业务的影响。
- **继续优化产品组合，提升 Low-E 玻璃产能。**公司计划在嘉兴设立新的 Low-E 玻璃加工基地，预期新 Low-E 玻璃及 Low-E 复合玻璃年加工能力分别为 5.8 万平方米和 1 百万平方米。项目总投资 2 亿元，预期 2016 年底前投产运营。
- **计划在安徽建立新的光伏玻璃加工基地。**公司拟在安徽建立新的年 960 万平方米的光伏玻璃加工基地，2016 上半年公司就该项目进行申请批文，预期该加工设施 2017 年上半年可投入运营。该项目可以为华中或邻近华中地区的客户就近提供产品，增加公司在该等地区的市占率。
- **积累分布式发电项目经验。**公司在 2014 年安装首套分布式光伏发电系统，装机容量 10.3MW。分布式项目发电量相当于公司 2014 年电力消耗量 0.8%。公司凭借已有项目经验提升光伏分布式装机容量，计划投资 1 亿元新建

15MW 分布式光伏发电系统，所发电量全部用于公司内部生产。

- **原油价格持续低位有利于能源成本下降。** 能源成本是玻璃生产的重要组成部分，约占生产成本的 35-40% 左右，能源主要包括燃料及电力成本。燃油、石油焦和天然气是玻璃熔炉所消耗的主要燃料种类，公司将三种燃料交换搭配使用。国内天然气价格受发改委监管调控，与国际上天然气价格不具有联动性；而燃油和石油焦为原油的炼化残留，因此取决于原油价格，公司的采购价格基于现行市价。
- **我们的观点：**福莱特玻璃是全球领先的光伏玻璃生产商，公司与信义光能均是光伏玻璃行业全球领军企业，具有较强的竞争力。福莱特正在走出嘉兴，包括在越南投资建厂、安徽设立光伏玻璃加工厂等。此外，公司在光伏分布式电站建设方面已经积累了一定经验。

估值上看，公司当前股价对应 2014 年的业绩仅 3.8 倍 PE，考虑 IPO 摊薄的影响，对应 2015 年业绩预期也不过 4-5 倍 PE。建议投资者密切关注公司新生产基地的建设进展以及光伏终端装机的需求。

- **风险提示：**光伏终端装机不及预期，越南项目建设进展不及预期。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。