

买入 (首次)

目标价: 2.23 港元

现价: 1.63 港元

预期升幅: 36.8%

市场数据

报告日期 2016.08.11

收盘价(港元)	1.63
总股本(百万股)	1,800
流通股本(百万股)	450
总市值(百万港元)	2,934
流通市值(百万港元)	734
净资产(百万元)	2,573
总资产(百万元)	4,688
每股净资产(元)	1.43

数据来源: Wind

相关报告

跟踪报告_20160219

海外新能源研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

06865.HK 福莱特玻璃**盈利稳定、显著低估的光伏制造商**

2016年08月11日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,914	3,039	3,571	4,366
同比增长(%)	2.8%	4.3%	17.5%	22.3%
净利润(百万元)	434	519	563	709
同比增长(%)	10.5%	19.7%	8.4%	26.0%
净利润率(%)	14.9%	17.1%	15.8%	16.2%
ROE	20.5%	19.1%	18.6%	19.7%
ROA	9.9%	11.2%	11.6%	12.2%
每股收益(元)	0.31	0.29	0.31	0.39
市盈率	4.44	4.79	4.42	3.50
股息率	4.4%	3.5%	3.8%	4.8%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **首次评级覆盖给予买入评级, 目标价 2.23 港元, 较现价有 36.8% 的上升空间。**福莱特玻璃是全球第二大的光伏玻璃生产商, 是玻璃行业经过市场竞争脱颖而出的优秀企业, 将继续受益于全球和中国光伏市场装机容量的快速增长, 公司亦在积极扩充光伏玻璃产能以把握行业发展红利。我们预测 2016-2018 年公司可实现营业收入 30.4 亿、35.7 亿和 43.7 亿元人民币, 股东净利润 5.2 亿、5.6 亿和 7.1 亿元, EPS 分别为 0.29、0.31 和 0.39 元。给予福莱特玻璃未来 12 个月内 2.23 港元的目标价, 目标价约相当于 2016-2018 年 PE 为 6.6、6、4.8 倍, 较现价 1.63 港元约有 36.8% 的上升空间, 故首次给予其“买入”投资评级。我们认为参照公司基本面的情况以及对比行业可比公司, 公司的股价被显著低估, 而低估主要是由于交易原因造成的。我们坚信公司股票交投清淡并不能降低其内在价值, 相信随着流通性好转和事件催化, 市场将重估公司价值。
- **扩充光伏玻璃产能, 尽享全球光伏行业红利。**全球和中国光伏装机快速增长, 预计未来每年 10-15% 增长, 由此带来光伏玻璃需求快速增长。公司抓住行业发展红利, 快速扩充产能, 目前产能为 2,290 吨/日, 预计 2017 年和 2018 年公司产能将分别扩充至 3,290 和 4,090 吨/日。光伏玻璃占组件成本 3-5%, 且是刚需配件, 优质光伏玻璃光线透光率高, 因此下游组件商压价力度不大。随着全球光伏下游装机增长和行业集中度的提升, 预计公司将充分受益于产能扩充, 刺激业绩快速增长, 我们预计 2016-2018 年光伏玻璃业务收入复合增速约 24%。预计光伏玻璃业务上半年收入同比微升, 但利润超预期, 使得上半年公司利润将超过 3 亿元人民币。
- **Low-E 玻璃助力工程玻璃业务快速增长。**公司的 Low-E 玻璃广泛应用于正在玻璃幕墙等节能建筑中, 预计随着公司募投项目 5,800 平方米的 Low-E 生产线投产, 公司工程玻璃业务收入将快速增长, 预计未来三年复合增速 30% 以上。
- **风险提示:** 光伏玻璃产能扩充和进度不及预期; 市场竞争加剧导致产品价格下滑; 全球光伏下游市场装机增速放缓。

目 录

1、公司基本概况.....	- 4 -
1.1、全球领先的光伏玻璃生产商.....	- 4 -
1.2、福莱特玻璃的发展历程.....	- 4 -
1.3、公司的股权结构.....	- 4 -
1.4、过往业务发展概况.....	- 5 -
2、扩充光伏玻璃产能，尽享全球光伏发展机遇.....	- 7 -
2.1、全球及中国光伏市场高速增长持续.....	- 7 -
2.2、产能扩充正当时，将充分受益光伏装机增长.....	- 9 -
2.3、行业集中度持续上升，产能消化前景不需悲观.....	- 12 -
2.4、成本结构稳定，受益于天然气价格下降.....	- 13 -
2.5、客户结构多元对冲市场风险，研发能力强大保持技术领先.....	- 14 -
3、传统玻璃业务稳定增长，Low-E玻璃将成新亮点.....	- 15 -
3.1、浮法玻璃和家居玻璃平稳发展.....	- 15 -
3.2、Low-E玻璃助推工程玻璃业绩增长.....	- 17 -
4、盈利能力突出，财务状况稳健.....	- 18 -
5、盈利预测与估值.....	- 19 -
5.1、公司收入和利润表预测.....	- 19 -
5.2、目标价.....	- 21 -
5.3、行业可比公司估值比较.....	- 21 -
6、风险因素.....	- 22 -

图 表 目 录

图 1、公司当前主营业务—光伏、浮法、家居和工程的生产制造销售.....	- 4 -
图 2、公司主要股权结构（截止 2015 年末）.....	- 5 -
图 3、公司光伏玻璃产能（吨/年）增长情况.....	- 5 -
图 4、公司浮法玻璃产能（吨/年）增长情况.....	- 5 -
图 5、公司营业收入（百万元）增长情况.....	- 6 -
图 6、各分部业务收入占比情况.....	- 6 -
图 7、公司归属股东净利润（百万元）增长情况.....	- 6 -
图 8、公司毛利率、经营利润率和净利润率.....	- 6 -
图 9、全球光伏每年新增装机容量（2007-2015，单位：GW）.....	- 7 -
图 10、2015 年全球各主要国家新增光伏装机（GW）.....	- 7 -
图 11、晶硅光伏组件价格（美元/瓦）下降.....	- 7 -
图 12、各机构 2016 年光伏装机预测（GW）.....	- 8 -
图 13、2016-2019 年全球光伏分地区预测（GW）.....	- 8 -
图 14、2016-2018 年中国光伏装机容量预测（GW）.....	- 9 -
图 15、2016-2018 年全球光伏装机容量预测（GW）.....	- 9 -
图 16、光伏玻璃生产程序示意.....	- 9 -
图 17、中国光伏玻璃产能预测（千吨/日）.....	- 10 -
图 18、中国光伏玻璃产量预测（百万平方米）.....	- 10 -
图 19、2012-2015 年公司光伏玻璃销售面积.....	- 11 -
图 20、2012-2015 年公司光伏玻璃销售收入（百万元）.....	- 11 -
图 21、光伏玻璃原片前五大厂商产能情况（吨/日）.....	- 12 -
图 22、中国光伏玻璃原片市场份额情况（2015 年末）.....	- 12 -
图 23、公司成本结构细分.....	- 14 -
图 24、公司光伏玻璃价格和毛利率及预测.....	- 14 -
图 25、华东地区重质纯碱近四年市场平均价（元/吨）.....	- 14 -
图 26、中国石英砂价格（元/吨）.....	- 14 -
图 27、公司的部分组件客户.....	- 15 -
图 28、公司海外销售收入占总收入比例.....	- 15 -
图 29、公司的家居玻璃产品.....	- 16 -
图 30、公司浮法玻璃和家居玻璃销售情况.....	- 16 -
图 31、公司浮法玻璃售价和毛利率.....	- 16 -
图 32、公司家居玻璃售价和毛利率.....	- 16 -
图 33、中国玻璃幕墙行业产值（2010-2019E）.....	- 17 -
图 34、公司工程玻璃收入增长情况.....	- 18 -
图 35、公司工程玻璃售价和毛利率情况.....	- 18 -
图 36、盈利能力预测.....	- 18 -
图 37、ROE、ROA 和 ROIC 预测.....	- 18 -
图 38、资产负债率预测.....	- 18 -
图 39、现金流（百万元）预测.....	- 18 -
图 40、福莱特玻璃历史 PE Band.....	- 21 -
图 41、福莱特玻璃历史 PB Band.....	- 21 -
表 1、公司发展历程.....	- 4 -
表 2、全球和中国未来光伏玻璃市场需求预测.....	- 10 -
表 3、公司光伏玻璃和浮法玻璃产能扩充情况.....	- 11 -
表 4、中国平板玻璃年产量（2010-2016H1，单位：百万重量箱）.....	- 16 -
表 5、分项收入和利润预测表.....	- 20 -
表 6、可比公司估值比较.....	- 21 -

1、公司基本概况

1.1、全球领先的光伏玻璃生产商

福莱特玻璃集团股份有限公司（简称“福莱特玻璃”，以下简称“公司”，港股代码 6865.HK），2015 年 11 月 26 日登陆香港联交所主板。公司主要从事设计、开发、生产及销售售往中国及海外光伏组件生产商的光伏玻璃，是目前全球领先的光伏玻璃生产制造企业，根据最新的 2015 年光伏玻璃产能以及光伏玻璃业务收入排名，公司位列全球以及中国第二（第一为信义光能）。此外，公司亦生产及出售浮法玻璃、家居玻璃及工程玻璃。截止 2015 年底，公司拥有及运营 7 台生产玻璃原片的熔炉，其中 5 台生产超白光伏玻璃原片，每日最高产能为 2,290 吨；2 台生产浮法玻璃，每日最高产能 1,200 吨。

图 1、公司当前主营业务—光伏、浮法、家居和工程的生产制造销售



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2、福莱特玻璃的发展历程

表 1、公司发展历程

时间	事件
1998	公司前身耐邦经贸成立，从事销售玻璃制品业务。
2006	公司向第三方收购一个产能为 100 吨/日的熔炉，进入光伏玻璃行业。
2009	浙江嘉福的两个产能 300 吨/日光伏玻璃熔炉投产。
2011	公司首个 600 吨/日浮法玻璃熔炉投运。
2013	公司光伏玻璃产能扩大至 2,290 吨/日。
2015	公司于香港联交所上市，股票代码 6865.HK。

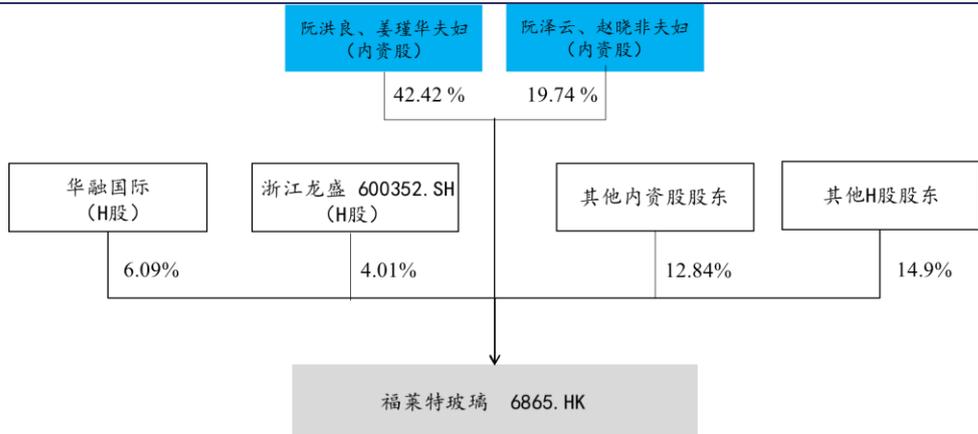
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.3、公司的股权结构

公司的股票结构为内资股和 H 股结构。截止 2015 年末，公司的单一大股东以及实际控制人为阮洪良、姜瑾华夫妇，二人也是公司的创始人，持股比例为 42.42%，全部为内资股；公司第二大股东为阮泽云（为阮洪良先生女儿）、赵晓非夫妇，持股比例 19.74%，全部为内资股。已发行的 H 股部分，最大股东为中国华融资产管

理旗下的华融国际，持股比例为 6.09%。

图 2、公司主要股权结构（截止 2015 年末）

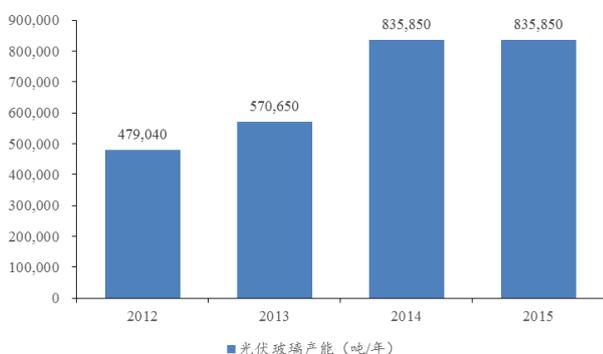


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.4、过往业务发展概况

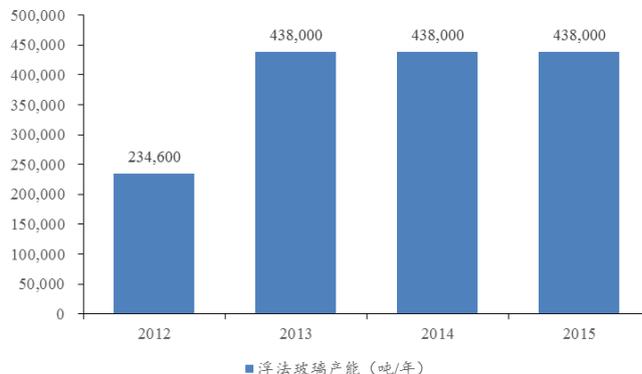
公司是中国最早从事光伏玻璃生产制造的企业之一，2006 年即通过收购熔炉进入了光伏玻璃行业，随着产能的逐步扩大，公司的光伏玻璃、浮法玻璃等业务收入快速增加，公司目前光伏玻璃的产能达到 2,290 吨/日，浮法玻璃的产能达到 1,200 吨/日，在 2014 年曾是全球光伏玻璃销售额最大的公司。从业务分布来看，2015 年光伏玻璃销售收入占到公司总收入的 74%，是公司主营业务；公司其他业务包括浮法玻璃、家居玻璃和工程玻璃生产制造以及采矿产品销售等。由于公司拥有石英砂矿山以及同时运营下游的若干分布式光伏电站，公司已经形成了“上游矿山—中游光伏玻璃和其他玻璃产品生产制造—下游光伏电站运营”的垂直整合业务运营模式。

图 3、公司光伏玻璃产能（吨/年）增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、公司浮法玻璃产能（吨/年）增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

由于公司产能的扩大以及国内光伏产业的快速发展，公司最近 4 年来业绩快速增长，营业收入从 2012 年的人民币 1,489 百万元增长至 2015 年的 2,914 百万元，

年均复合增速达到 25%。但 2015 年公司未能维持快速增长,收入同比只增长 2.8%,主要原因是光伏玻璃业务受限于产能和产量未能及时扩充。分业务收入来看,近年来光伏玻璃业务始终维持为公司的主营业务,收入占比超过 70%;其他的浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃等业务基本维持稳定。

图 5、公司营业收入(百万元)增长情况

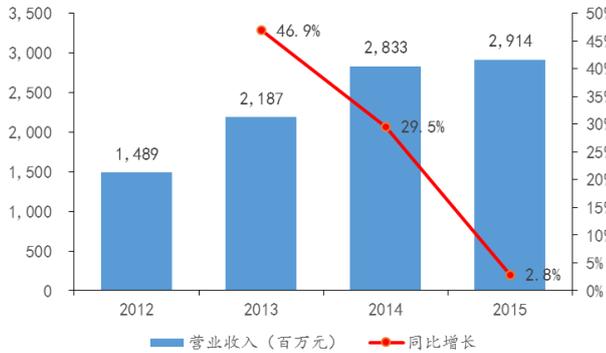
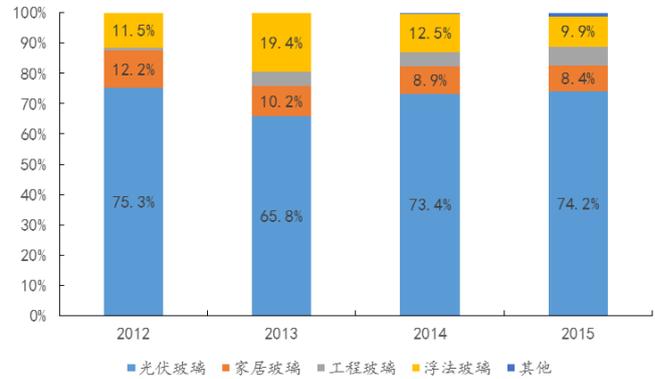


图 6、各分部业务收入占比情况



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

归属股东净利润方面, 公司近几年也实现了快速发展, 从 2012 年约 60 百万元快速增加至 2015 年的 434 百万元, 尤其是 2012-2014 年净利润增速较快, 主要是因为毛利率水平较高的光伏玻璃业务迅速发展, 而 2015 年受限于产能限制, 利润增速开始下降。

盈利能力方面, 公司依托市场适应性较强的产品组合, 利用规模优势, 整体毛利率、经营利润率和净利润率均稳步提升, 目前分别为 29.3%、20.5%以及 14.9%, 显示了公司较强的盈利能力。

图 7、公司归属股东净利润(百万元)增长情况

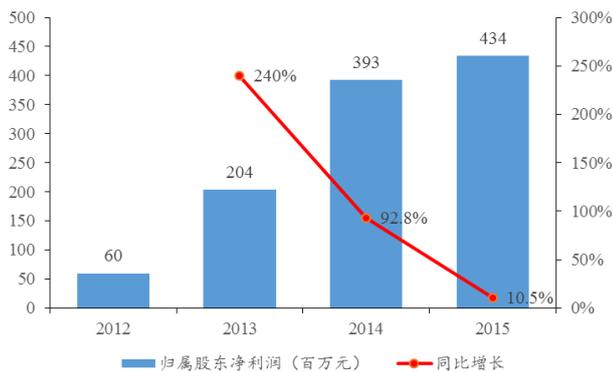
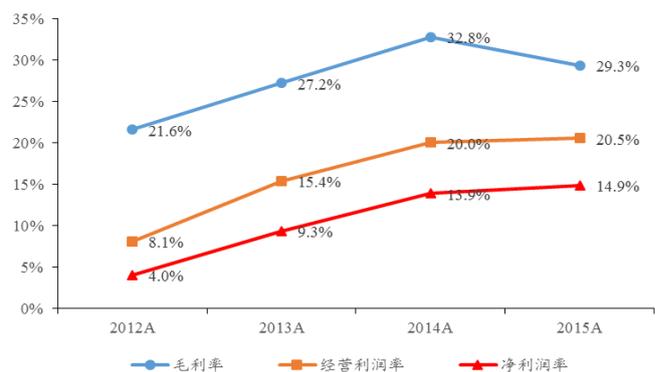


图 8、公司毛利率、经营利润率和净利润率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

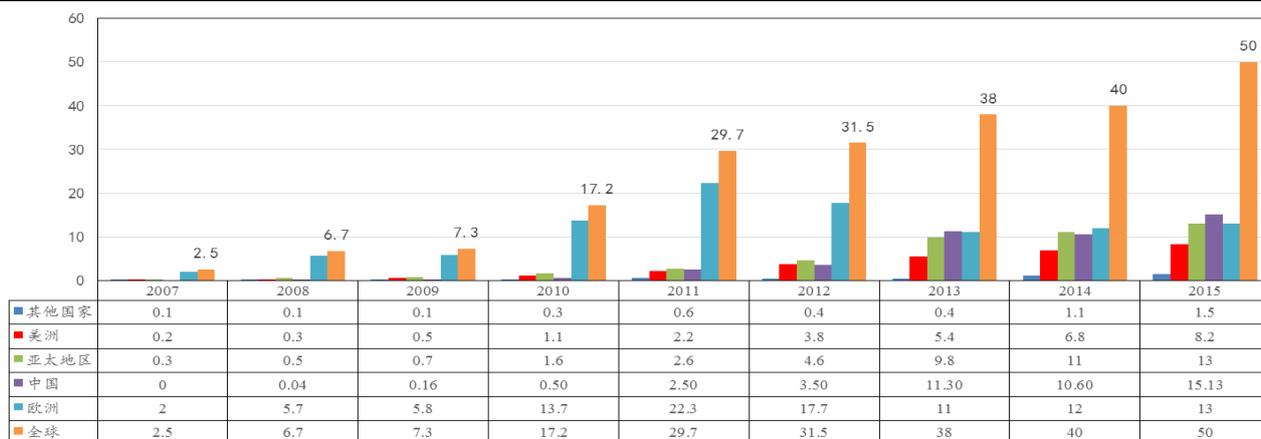
资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

2、扩充光伏玻璃产能，尽享全球光伏发展机遇

2.1、全球及中国光伏市场高速增长持续

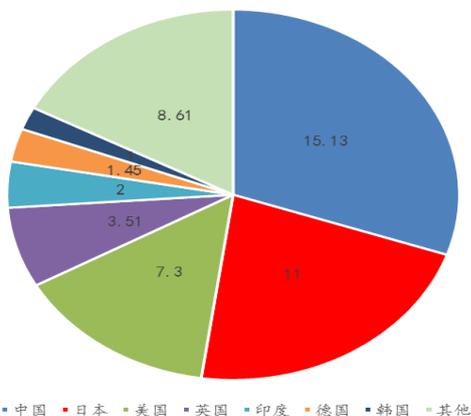
作为标志性的非水可再生清洁能源之一，全球光伏市场在过去十年间取得了飞速发展，总装机容量增长了100倍有余。光伏市场的快速发展主要归因于2010-2011年以后光伏组件成本的急速下降，从2011年7月的1.23美元/瓦下降至最新的0.51美元/瓦，下降幅度高达59%。根据国际能源署光伏电力系统项目（IEAPVPS）公布的统计数据，2015年全年光伏新增装机量约50GW，相比2014年增长20%以上；全球累计装机量达到227GW。回顾全球光伏的快速发展过程，2012年以前全球光伏的增长主要来自于欧洲国家（如德国和意大利）的光伏项目快速扩张，而2012年之后中国以及其他亚洲国家成为全球光伏装机增长的主要贡献力量。2015年的新增装机国家分布中，中国以15.13GW新增装机排名第一；之后分别是日本（11GW）、美国（7.3GW）、英国（3.51GW）以及印度和德国等，前五大国家的新增装机量占到了全球新增装机的80%以上，呈现出增量市场的非均衡状态。

图 9、全球光伏每年新增装机容量（2007-2015，单位：GW）

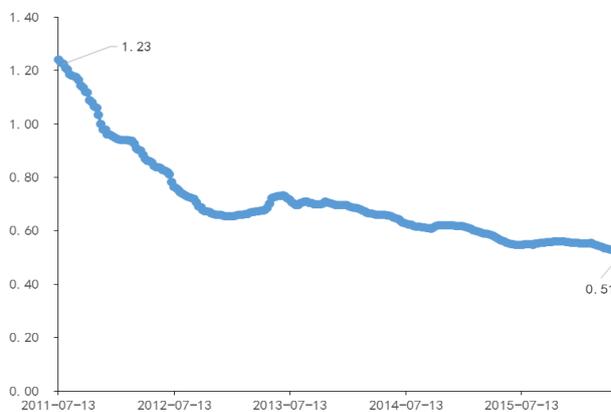


资料来源：欧洲光伏产业协会，IEAPVPS，国家能源局，兴业证券研究所

图 10、2015 年全球各主要国家新增光伏装机（GW） 图 11、晶硅光伏组件价格（美元/瓦）下降



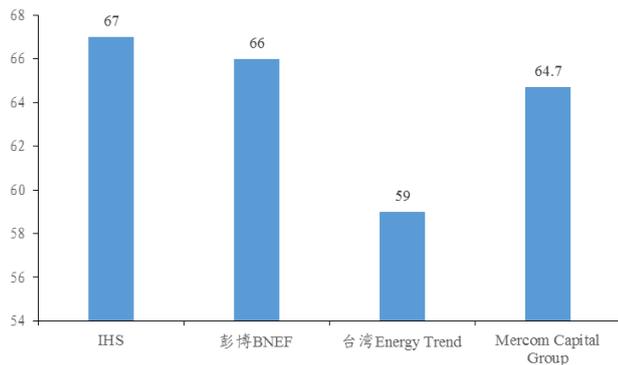
资料来源：IEAPVPS，兴业证券研究所



资料来源：Wind，兴业证券研究所

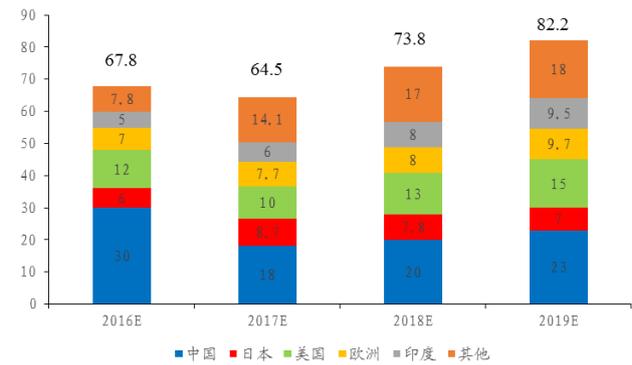
展望未来的全球光伏市场，随着技术的革新、成本的持续下降以及各国政府对于新能源的政策支持，光伏装机容量仍将继续攀升，主要看点将是中国、日本和美国市场。根据国际各主流光伏研究机构预测，2016年全年装机总量普遍在60-68GW之间，同比增长10%以上，而2017年只能维持平稳增长或轻微下降。全球光伏装机量的增长主要影响因素是各国国家产业政策以及成本下降幅度，其中我们认为全球光伏市场的研究工作重点仍然是研究中国的光伏产业的政策以及发展情况。

图 12、各机构 2016 年光伏装机预测 (GW)



资料来源：兴业证券研究所

图 13、2016-2019 年全球光伏分地区预测 (GW)



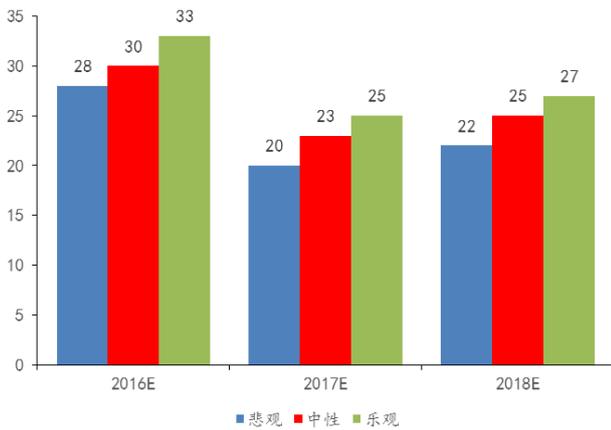
资料来源：IHS，兴业证券研究所预测

在中国市场，在相继经历了光伏制造产能过剩、欧美的“双反”政策后，国内下游市场开始启动，光伏产业也自 2012 年开始回暖，随着大型地面电站发电成本的降低、并网率的提高，装机容量呈现高速增长态势。到 2015 年底，我国光伏累计装机超过 43 吉瓦，超越德国成为全球光伏累计装机量最大的国家。

2015 年，能源局规划完成光伏装机目标 17.8GW，其中地面电站 8GW，分布式 7GW。最终全年实现新增装机 15.13GW，未实现全年目标，其中地面电站 13.74GW，分布式 1.39GW。另外，国家能源局 9 月 24 日发布《关于调增部分地区 2015 年光伏电站建设规模的通知》，对部分地区调增光伏电站年度建设规模合计调增 5.3GW，较年初目标增加近 30%。调增项目原则上应在 2015 年内开工建设，2016 年 6 月 30 日前建成并网发电。政策的推动对 2016 年的光伏装机产生了明显的作用，根据能源局的统计数据，2016 年一季度全国装机达到 7.14GW，其中地面电站 6.17GW，分布式光伏 970MW；而二季度装机量更是出现井喷式的装机潮，**预计 2016 年上半年装机量已经超过 20GW，全年预计装机量将达到 30GW 左右。**

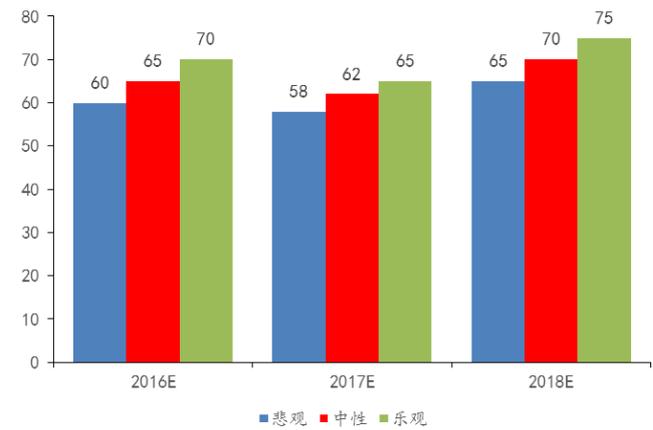
展望未来数年，根据政府规划2020年中国非化石能源占一次能源消费比重达15%左右，2030年此数值达20%左右。这意味着要完成上述目标，2020年我国光伏总装机量至少要达到150GW，到2030年时，光伏总装机量需达到400GW。**根据目前中国累计装机43GW的存量分析，未来中国国内年均增长空间超过20GW。**

图 14、2016-2018 年中国光伏装机容量预测 (GW)



资料来源：赛迪智库，能源局，兴业证券研究所预测

图 15、2016-2018 年全球光伏装机容量预测 (GW)

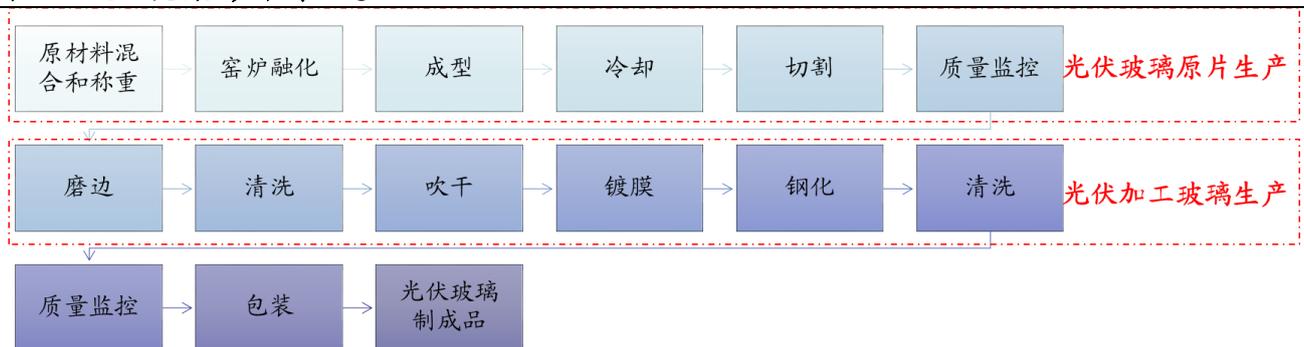


资料来源：IHS，欧洲光伏协会，兴业证券研究所预测

2.2、产能扩充正当时，将充分受益光伏装机增长

光伏玻璃是生产组装光伏组件的必需材料之一，光伏玻璃的采购成本一般占组件生产组装成本的3-5%，所以下游组件商对于光伏玻璃的价格变动敏感度较小。在光伏组件层压工艺中，光伏玻璃用作组件的封面，以保护光伏电池，与普通浮法玻璃不同，需要有高透过性和较高的强度。光伏玻璃的生产流程较长，且工艺较为复杂，技术含量高，规模效应明显，主要包含两道工序：将原材料经过窑炉融化后成型、冷却、切割后成为光伏玻璃原片；将光伏玻璃原片清洗、磨边、镀膜减反处理后钢化加工成为光伏玻璃。通常光伏玻璃的一整套生产线从投资到产出需要1-1.5年，且窑炉一旦点火投产需连续不间断运行，若灭火暂停后需6个月左右时间方可恢复正常生产；另考虑原材料等问题，光伏玻璃生产线的规模效应非常明显，通常500吨/日以上窑炉的单位生产成本显著低于较小的窑炉（20%左右）。

图 16、光伏玻璃生产程序示意



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

从需求端分析，根据我们的模型测算，以目前市场主流（出货量占比超过90%）的3.2MM光伏玻璃为例，500吨/日的光伏玻璃生产线可以每年产出满足2.7GW光伏组件所需的光伏玻璃。同时根据全球多个光伏知名机构以及我们的研究预测的全

全球光伏每年新增装机容量，我们可以得出以下表2，可以看出随着全球光伏装机容量的迅速增长，所需光伏玻璃的产能也快速提升，尤其是过去三年每年全球光伏装机量同比增长迅速，刺激了光伏玻璃的需求，全球光伏玻璃的产能需求量也快速增至15,000吨/日以上。

表 2、全球和中国未来光伏玻璃市场需求预测

	2014A	2015A		2016E	2017E	2018E
全球新增装机 (GW)	40	50	悲观假设	60	58	65
			中性假设	65	62	70
			乐观假设	70	65	75
中国新增装机 (GW)	10.6	15.13	悲观假设	28	20	22
			中性假设	30	23	25
			乐观假设	33	25	27
全球所需光伏玻璃产量 (百万平方米)	239	299	悲观假设	359	347	389
			中性假设	389	371	419
			乐观假设	419	389	449
中国所需光伏玻璃产量 (百万平方米)	63	90	悲观假设	167	120	132
			中性假设	179	138	150
			乐观假设	197	150	161
全球所需光伏玻璃有效产能 (吨/日)	12,083	15,103	悲观假设	18,124	17,520	19,634
			中性假设	19,634	18,728	21,145
			乐观假设	21,145	19,634	22,655
全球实际光伏玻璃产能 (年末, 吨/日)	18,850	20,050				
中国所需光伏玻璃有效产能 (吨/日)	3,202	4,570	悲观假设	8,458	6,041	6,645
			中性假设	9,062	6,948	7,552
			乐观假设	9,968	7,552	8,156
中国实际光伏玻璃产能 (年末, 吨/日)	13,800	15,000				

资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

从供应端分析，全球光伏玻璃产能的75%左右处于中国，因此中国市场光伏玻璃产能增长情况和产量情况对全球光伏玻璃市场产生决定性影响。据Frost&Sullivan报告，预计全球光伏玻璃产能和产量将从2014年的18,800吨/日和375.1百万平方米增长至2019年的27,200吨/日和544.4百万平方米，年复合增速分别为7.67%和7.73%。而中国光伏玻璃市场产能和产量将从2014年的13,800吨/日和274.6百万平方米增长至2019年的23,300吨/日和466.1百万平方米，年复合增速均为11%。

图 17、中国光伏玻璃产能预测 (千吨/日)

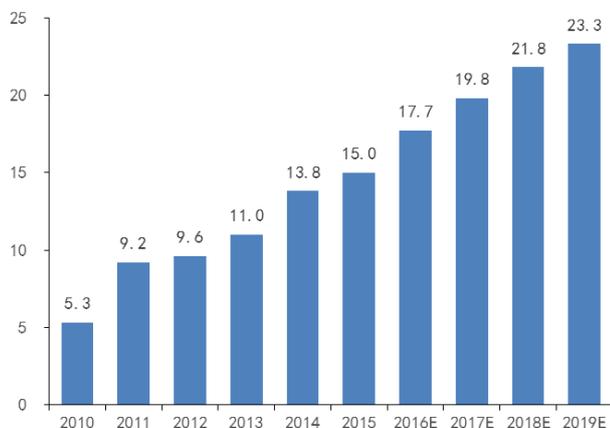
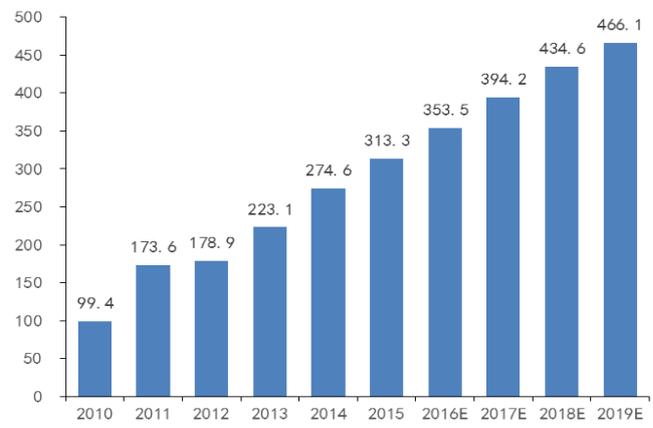


图 18、中国光伏玻璃产量预测 (百万平方米)



资料来源：Frost&Sullivan，兴业证券研究所

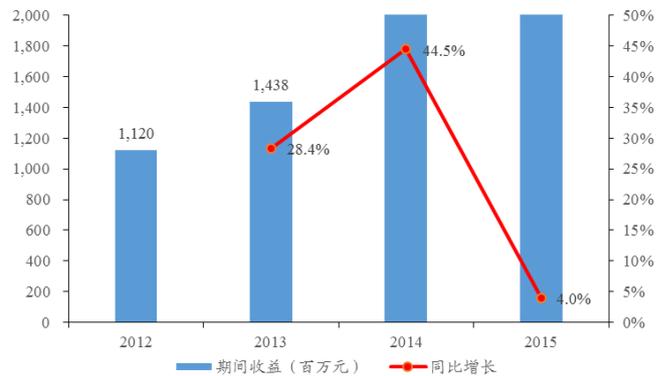
资料来源：Frost&Sullivan，兴业证券研究所

福莱特玻璃 (6865.HK) 最近三年来收入快速增长主要原因在于公司在2010-2013年前瞻性的、敏锐把握光伏玻璃需求扩张的行业性机会, 率先扩充产能, 从而使得2014-2015年光伏玻璃的产能和销售快速增长, 享受到了全球光伏行业快速增长的红利。我们整理了公司近几年以及近期的产能扩充计划, 公司在2009年仅有3座光伏玻璃熔炉, 日产能700吨/日; 但目前公司的光伏产能已经扩充至2,290吨/日, 且随着安徽一条1,000吨/日生产线和越南800吨/日光伏玻璃生产线于2017年和2018年相继投产, 预计公司产能将进一步扩大。

图 19、2012-2015 年公司光伏玻璃销售面积



图 20、2012-2015 年公司光伏玻璃销售收入 (百万元)



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

表 3、公司光伏玻璃和浮法玻璃产能扩充情况

时间	生产线	截止该年末累计日产能 (吨/日)
2006	自建100吨/日, 以及收购100吨/日熔炉改造升级为光伏玻璃熔炉	200
2009	两座300吨/日的光伏玻璃熔炉投产	800
2010	浙江嘉福二期竣工投产, 新增光伏玻璃产能490吨/日	1,290
2011	第一座600吨/日的浮法玻璃熔炉投产	1,690
2012	关停200吨/日熔炉; 首座大型600吨/日的光伏玻璃熔炉投产 浮法玻璃产能扩充至1,200吨/日	1,690
2013	第二座600吨/日的光伏玻璃熔炉投产	2,290
2017	安徽1,000吨/日光伏玻璃生产线	3,290
2018	越南800吨/日光伏玻璃生产线	4,090

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所整理

公司在越南的光伏玻璃基地投产后, 第一期产能预计在800吨/日, 主要将面对海外客户销售光伏玻璃包括东南亚、印度、欧洲、日韩的客户。与国内的光伏玻璃工厂相比, 越南的工厂销售不受“双反”调查的影响, 同时拥有较低的劳动力成本。越南工厂设在石英砂矿旁边, 同时在越南两大优良港口之一的河内港周围, 运输成本较低。越南当地的超白石英砂不仅品位上佳且成本低于国内15-20%, 公司将采购当地的石英砂作为原材料, 进而进一步提高光伏玻璃质量。另外, 越南的电力成本也相对于国内较为低廉, 幅度在15%以上。越南目前约有5GW的光伏组件产能, 预计公司生产线投产后销路乐观。

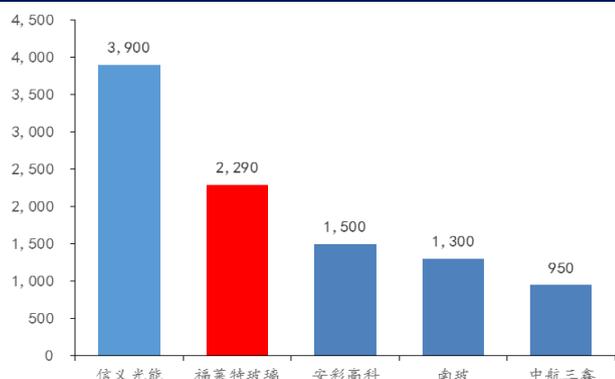
除此之外, 公司亦已开始安徽建设光伏玻璃加工基地的前期工作包括征地以及

建设等，预计于2017年投产一条1,000吨/日的光伏玻璃生产线，主要是为了给邻近地区客户提供更佳服务以及降低运输成本，同时长期看可以增加公司产品在安徽省及周边省份即华东华中地区的市场渗透率。

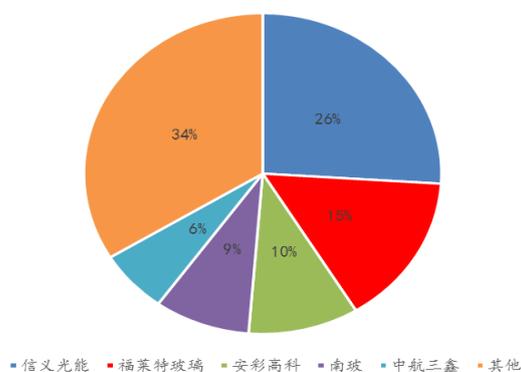
2.3、行业集中度持续上升，产能消化前景不需悲观

我们认为光伏玻璃产业行业壁垒较高，集中度较高且将继续提升（2015年前五大厂商合计市场份额占据中国市场份额的60%以上，且就下游而言，中国光伏组件制造占全球市场份额70%以上）。光伏玻璃生产制造需要长久的经验积累和一站式的生产工艺流程，且需要较大的初始投资（行业平均而言，900吨/日的窑炉需要初始投资约9亿元人民币），加之规模效应明显，大型窑炉享有明显较低的制造成本（能耗降低约20%）；同时由于中国政府在收紧玻璃等工业的新增批核，尽管光伏玻璃不在被禁止名单，但会加大新进入者的难度；另外，全球光伏市场在2010年后虽快速发展但也波动加大，这客观上增大了新进入者的预计收益的不确定性和忧虑，以上种种都形成了光伏玻璃的高壁垒。行业集中度方面，我们判断将会延续最近数年来持续提升的趋势，主要是由于新进入者有限、存量竞争激烈、原有大中型传统厂商窑炉和设备以及工艺流程老化使得成品率不高、中小型厂商无成本优势毛利较低无法抵抗市场风险使得部分行业产能退出加速（据我们调研得知，浙江省在2014-2015年陆续退出的产能已经达到1,000吨/日以上），目前不具备市场竞争力的产能占比大约为35-40%。截止2015年底，中国光伏玻璃市场前两大厂商，即公司以及信义光能（968.HK）的合计市场份额超过40%；前五大厂商合计市场份额超过60%。随着公司以及福莱特玻璃的新增产能投产，凭借先进的生产工艺技术和设备以及优质的客户资源，预计未来三年行业集中度将继续提升，前两大厂商市场份额占比将达到70%以上。

图 21、光伏玻璃原片前五大厂商产能情况（吨/日） 图 22、中国光伏玻璃原片市场份额情况（2015 年末）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所



资料来源：中国玻璃协会，公司资料，兴业证券研究所

根据公司以及信义光能（968.HK）的产能扩充计划，2016 年总体而言不会有明显大量的产能释放，基本与 2015 年相当，但 2017 年公司位于安徽的 1,000 吨/日生产线将于 2017 年第三季度投产，信义光能的安徽芜湖 1,000 吨/日和马来西亚 900 吨/日生产线也将全年生产，因此 2017 年下半年全球将会有至少 2,900 吨/日新增产能释放，而公司和信义光能的合计产能将达到约 9,090 吨/日。根据我们之前的预测，2017 年光伏玻璃需求的中性预测为 18,728 吨/日，前两大厂商产能占比将超过 50%（目前为 41%）。考虑到行业集中度提升、一些落后产能淘汰，预计产能也会轻度过剩。但根据行业经验以及公司的运营情况，通常产能投产到下游光伏电站建成有半年到一年的延迟，同时预计信义光能会采取“玻璃换组件”的方式来促成自建电站的建设，来平缓新增产能释放带来的压力。因此，我们判断产能过剩不需要过度担忧和悲观。

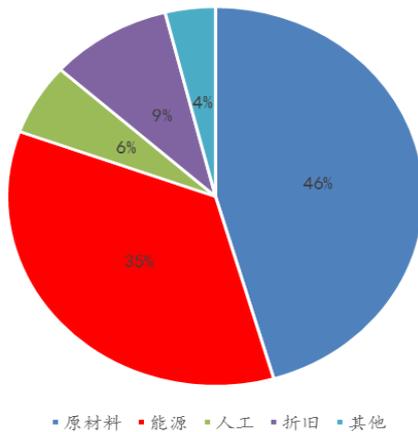
2.4、成本结构稳定，受益于天然气价格下降

公司的销售成本主要由能源、原材料、折旧以及直接劳工费用组成，其中原材料和能源分别占销售成本的 45%和 35%左右，是主要的成本组成部分。原材料主要包括低石英砂和纯碱，其中纯碱价格自从 2014 年以来呈现明显的下降趋势，虽然 2016 年一季度出现了强劲的反弹，但目前已经回落，这对于公司的经营形成利好。而超白石英砂在近年来采购价出现了上升，主要是天然石英岩矿产资源有限而玻璃产量提高增加了需求导致。但公司在 2011 年同滁州市国土资源局签订了采矿权协议，获得凤阳县灵山木屐山第七分段石英岩矿的开采权，自 2015 年起已经将该矿的石英砂用于公司玻璃生产，可以满足公司自身约 30%的需求，因此可以对冲石英砂涨价的影响。

能源成本主要包括燃料（天然气和燃油）和电力成本，公司目前的生产线主要采用天然气作为主要能源。根据国家发改委天然气调整方案，自 2015 年 11 月 20 日起非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。其中公司运营所在地浙江省在 2016 年 4 月 22 日又一次降低企业用气价格，经调整后的天然气基准门站价格为 2,190 元/千立方米，下浮不限。我们认为此次公司作为下游用气公司将充分受益于全国和浙江省的此次天然气价格调整，考虑到 2015 年只有一个月适用调整后气价，气价调整的弹性将在 2016 年充分释放。电力成本方面，公司在嘉兴市工厂安装了分布式光伏系统，截止 2015 年末的装机容量为

18.4MW，未来将继续扩大分布式光伏容量以进一步降低电力成本。

图 23、公司成本结构细分



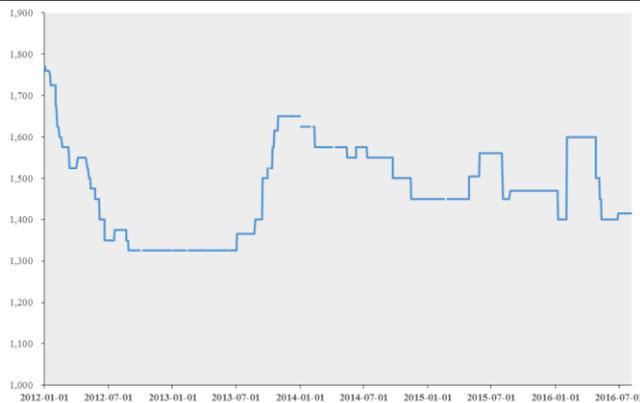
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 24、公司光伏玻璃价格和毛利率及预测



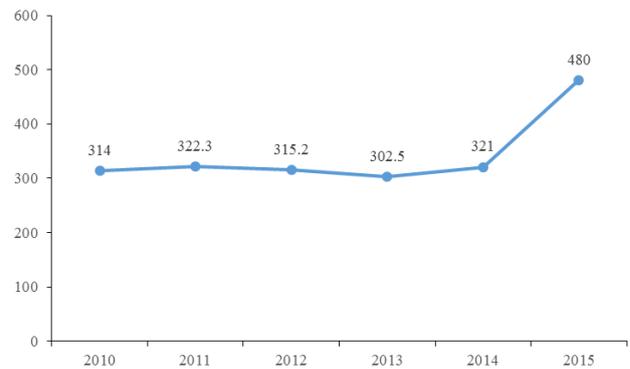
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 25、华东地区重质纯碱近四年市场平均价(元/吨)



资料来源：降众化工，业证券研究所

图 26、中国石英砂价格(元/吨)



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

另外，公司厂址毗邻京杭大运河，拥有位于浙江省嘉兴市的京杭大运河自营码头，该码头地理区位优势明显，距离公司的厂房距离在几百米之内，公司绝大部分原材料和一部分成品光伏玻璃的运输通过此码头进行，可以大幅减低运输成本，从而提高公司毛利率。

2.5、客户结构多元对冲市场风险，研发能力强大保持技术领先

公司的光伏玻璃业务客户结构多元、客户基础雄厚、海外销售收入占比较高，可以有效对冲单一市场风险。公司与全球十大光伏组件商中大多数企业有业务关系如英利、天合、晶科、晶澳以及阿特斯太阳能，且大多数组件商在 2012 年之前已经和公司建立合作关系，部分客户关系维持已经超过 8 年。从海外销售占比来看，公司销售收入中约有 45%左右来自海外市场且在过去数年内维持稳定，其中日本（16%左右）和亚洲其他地区（17%左右）占比较大。我们认为公司多元化的

客户结构可以对冲单一光伏市场波动风险，且优质的客户基础和持久的客户关系可以为公司的业务增长提供有效支持。

图 27、公司的部分组件客户



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 28、公司海外销售收入占总收入比例



资料来源：公司资料，业证券研究所

技术研发方面，公司保持着国内光伏玻璃技术领先的地位。公司是中国首家通过瑞士太阳能技术试验研究（SPF）光伏玻璃认证的光伏玻璃生产上，获得一系列建筑工程等奖项，拥有 36 项专利，其中先进技术通过国家火炬计划得到认可、超白光伏压花玻璃获得全国建材行业技术革新一等奖、光伏玻璃中的阻断紫外线技术获中国国际专利与名牌博览会组织与评审委员会授予金奖。研发投入持续增长，研发团队由 200 多名员工组成，在民营企业中殊为罕见，公司内部研发的镀膜液透光率已经达到 94.5%，超白光伏压花玻璃自爆率约 50ppm 远低于行业平均水平约 100ppm，属于行业内绝对领先地位。

3、传统玻璃业务稳定增长，Low-E 玻璃将成新亮点

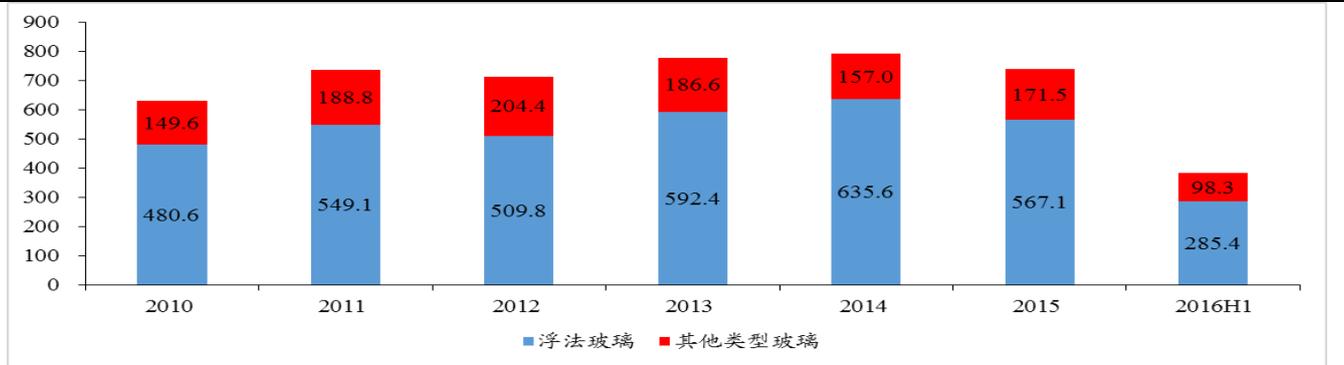
3.1、浮法玻璃和家居玻璃平稳发展

公司的传统玻璃业务主要包括浮法玻璃、家居玻璃以及工程玻璃。公司目前拥有浮法玻璃产能为 1,200 吨/日，包括 2 条浮法玻璃生产线、12 条家居玻璃加工线以及 12 条工程玻璃加工线，而公司的 90% 以上家居玻璃及工程玻璃产品由自行制造的浮法玻璃加工而成。

浮法玻璃属于平板玻璃原片的主要类型，一般用于进一步加工成其他玻璃制品。中国浮法玻璃市场已经进入缓慢增长时期，且随着房地产市场投资增速放缓，低级浮法玻璃市场出现产能过剩导致价格和毛利下降。根据统计局有关数字，玻璃行业过去 5 年稳定增长，全国平板玻璃原片产量从 2010 年的 3,152 百万平方米增至 2014 年的 3,895 百万平方米，年复合增速为 6%。公司浮法玻璃产品客户主

要是国内和海外玻璃加工公司以及国内玻璃批发商。我们预计此项业务未来维持平稳发展。

表 4、中国平板玻璃年产量 (2010-2016H1, 单位: 百万重量箱)



资料来源: 国家统计局, 兴业证券研究所

图 29、公司的家居玻璃产品



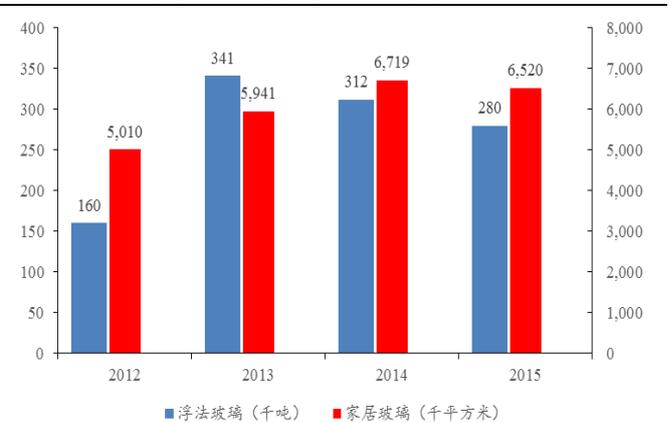
资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

图 31、公司浮法玻璃售价和毛利率



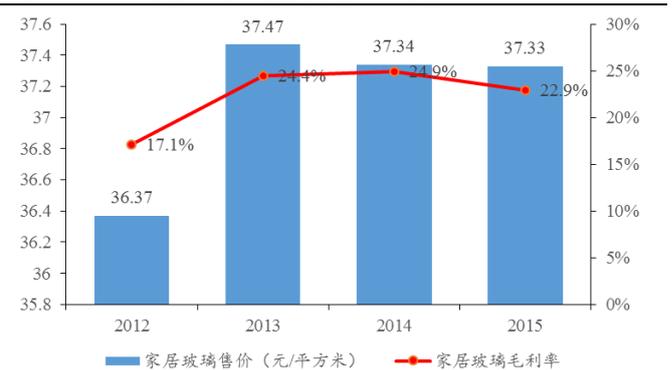
资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

图 30、公司浮法玻璃和家居玻璃销售情况



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

图 32、公司家居玻璃售价和毛利率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

家居玻璃业务方面, 公司的产品主要包括镜子产品 (如 92%高反射率的主要用于内部建筑的银镜玻璃)、用于柜门及货架的钢化玻璃以及用于家居用途的其他类型玻璃。公司主要向质量标准更高的海外客户销售家居玻璃, 例如公司是大型跨国家具零售商宜家 (Ikea) 的玻璃供应商之一。我们预计此项业务将维持稳中有

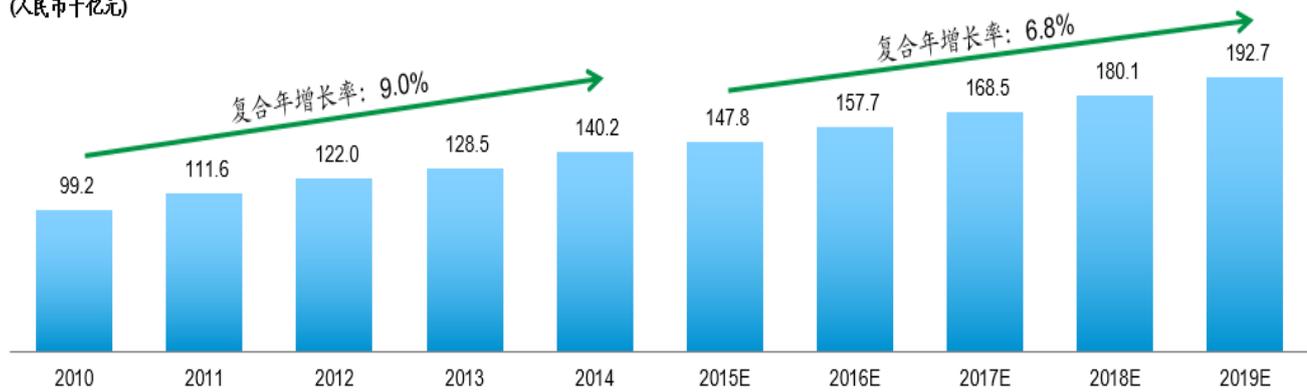
升的发展态势，其中价格或会缓慢下降，而销量有望稳步增长，毛利率可保持在20%以上。

3.2、Low-E 玻璃助推工程玻璃业绩增长

公司的工程玻璃产品主要包括钢化玻璃、Low-E 玻璃、中空玻璃和夹层玻璃。钢化玻璃的抗热应力和抗风系数较高，主要用于楼宇玻璃、玻璃栏杆和汽车玻璃等；中空玻璃主要用作隔热或隔音，用于办公楼和机场；夹层玻璃广泛用于公交车站、银行等。Low-E 玻璃是一种镀上薄膜以减少辐射红外线能反射的玻璃，一般用于房地产行业，可以通过减少建筑物与外界之间的热能传递而提高能源效率。

虽然低级浮法玻璃产能过剩导致价格下跌，但特殊用途玻璃如玻璃幕墙等深加工玻璃因下游产业增长而出现需求增长供应不足的情况。如中国的玻璃幕墙产业在过去数年实现了相对快速增长，行业产值从2010年的990亿元快速增值至2014年的1,400亿元，年复合增速达到9%，其中Low-E玻璃更是成为建筑工程玻璃的新宠。中国政府致力于提高能源效率并执行多阶段计划提高节能率。截至2010年，中国95%以上的新建建筑的节能标准为50%，而目标是从2016年起将这一标准提高至65%，随着建筑节能标准的不断推广，预计Low-E玻璃将有较大的发展空间。据Frost&Sullivan预测，中国Low-E玻璃的销量将有2014年的约1.582亿平方米增长至2020年的约2.809亿平方米，且市场集中度较大，前五大公司市场占有率之和达到66.2%。公司的工程玻璃客户主要是国内外工程承包商、国内工程玻璃加工公司以及建筑公司等。

图 33、中国玻璃幕墙行业产值（2010-2019E）
 (人民币十亿元)

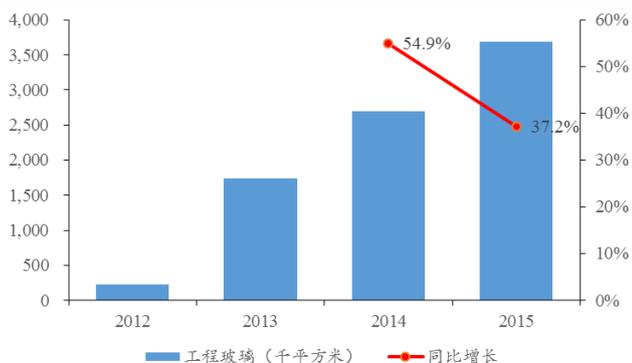


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

为了抓住Low-E玻璃行业发展机遇，公司已经将IPO所募集资金的17%约1.7亿港元用于在嘉兴新建一条年加工能力5,800千平方米的Low-E和Low-E复合玻璃加工生产线。该生产线投产后，公司的Low-E玻璃产能将达到10-12百万平方米，

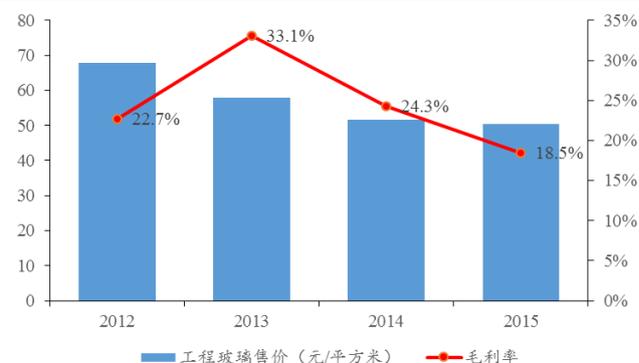
成为国内 Low-E 玻璃重要生产企业之一。预计随着新产能投产，公司工程玻璃的销售收入将出现快速增长。

图 34、公司工程玻璃收入增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 35、公司工程玻璃售价和毛利率情况



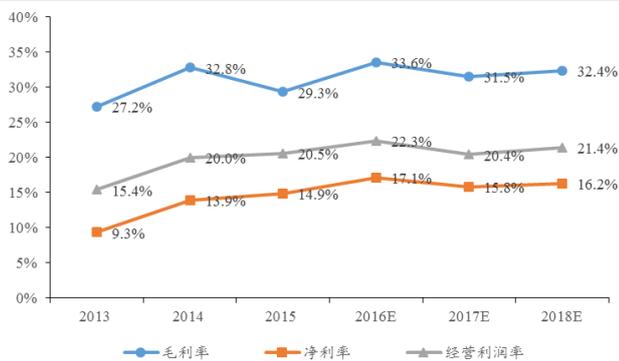
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4、盈利能力突出，财务状况稳健

受益于公司主营业务光伏玻璃的规模效应以及公司侧重发展较高毛利的 Low-E 玻璃和家居玻璃产品，公司的盈利能力在过去维持较高水平在 30% 左右，展望未来，尽管主营业务光伏玻璃价格在未来或会缓慢回落，但公司的新投产成本较低，预计毛利率将维持稳定，唯 2016 年上半年产品价格上涨，预计 2016 年毛利率较高。

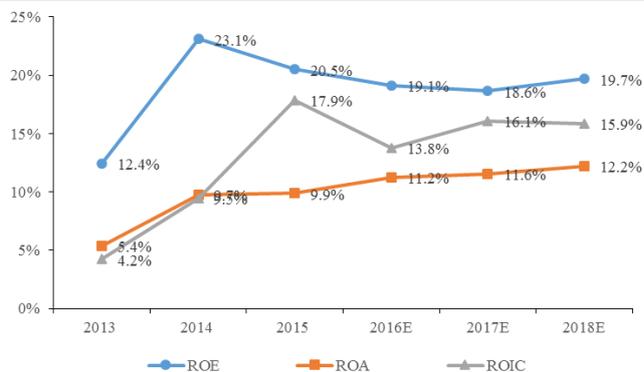
同时，公司完成 IPO 后将适当降低资产负债率，净利润率的平稳下降将使得 ROE 将在 2015 年基础上下降，预计维持在 19% 左右；与此对应，ROA 和 ROIC 也将维持稳定分别在 11% 和 15% 左右。

图 36、盈利能力预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

图 37、ROE、ROA 和 ROIC 预测



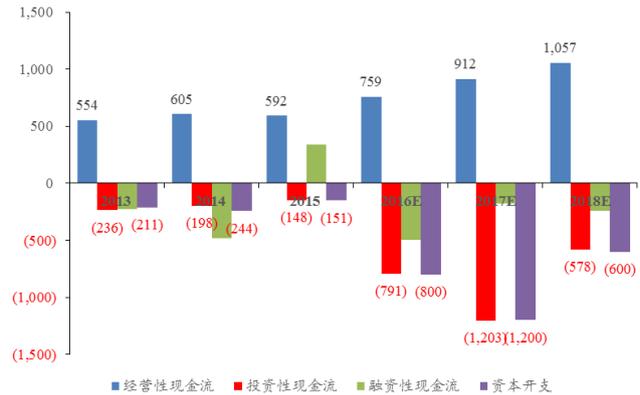
资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

图 38、资产负债率预测

图 39、现金流（百万元）预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

资产负债率方面，公司过去数年未上市前融资渠道有限，而主营业务需要投入大量资金，因此资产负债率较高。但成功上市后，资产负债率已经下降至 45%，由于公司未来 2-3 年的资本开支已经大部分通过 IPO 募集解决，预计今年公司负债率将继续下降，未来 2-3 年或轻微上升。公司目前的未偿贷款资金成本在 2-6% 之间，视乎品种不同而有差异。

现金流方面，预计公司未来经营现金流随着新生产线达产和业务量的扩大将逐步增加，预计 2017 年接近 10 亿元人民币。投资方面，最近 1-2 年投资性现金流大部分来自于光伏玻璃生产线新建产能，包括越南和安徽的新增产能以及 Low-E 玻璃生产线，资本开支总额约在 20 亿元左右。融资方面，预计最近 2 年公司大规模通过股权或债券融资的可能性较小。

5、盈利预测与估值

5.1、公司收入和利润表预测

我们对福莱特玻璃业务收入预测主要基于如下假设：

- (1) 全球和中国光伏市场新增装机稳步增长，维持年均 10% 左右增长。
- (2) 预测公司 2016-2018 年末的光伏玻璃产能分别为 2,290、3,290 和 4,090 吨/日，良品率维持在 80% 以上。
- (3) 公司光伏玻璃的销售价格维持相对稳定，并在 2017 年逐渐下降，毛利率保持相对平稳下降，保持在 37% 以上。
- (4) 公司的浮法玻璃和家居玻璃业务维持稳定发展，工程玻璃业务随着产能扩大未来三年快速发展。

- (5) 销售费用、管理费用和研发费用随营业业务增长而增长,占营收比例稳定。
- (6) 公司的下属两个子公司于2016年四季度成功申请为高新技术企业,从而享受15%的所得税,公司的所得税税率在2016-2018年分别为18%、15%和15%。

表5、分项收入和利润预测表

(百万元)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,489	2,187	2,833	2,914	3,039	3,571	4,366
增长率		46.9%	29.5%	2.8%	4.3%	17.5%	22.3%
光伏玻璃	1,120	1,438	2,078	2,161	2,270	2,674	3,433
增长率		28.4%	44.5%	4.0%	5.1%	17.8%	28.4%
毛利率	26%	28%	37%	34%	40%	37%	37%
家居玻璃	182	223	251	243	247	245	246
增长率		22.1%	12.7%	-3.0%	1.6%	-0.7%	0.4%
毛利率	17%	24%	25%	23%	24%	24%	24%
工程玻璃	15	101	139	186	192	353	411
增长率		559.8%	38.1%	33.9%	2.9%	84.2%	16.3%
毛利率	23%	33%	24%	18%	15%	15%	15%
浮法玻璃	171	425	354	289	292	257	231
增长率		149.3%	-16.8%	-18.3%	1.0%	-11.9%	-10.1%
毛利率	-2%	26%	20%	5%	5%	5%	5%
其它收入	0	0	11	34	37	41	45
营业成本	(1,167)	(1,592)	(1,905)	(2,060)	(2,019)	(2,447)	(2,953)
毛利率	21.6%	27.2%	32.8%	29.3%	33.6%	31.5%	32.4%
销售费用	(58)	(102)	(109)	(104)	(121)	(136)	(165)
管理费用	(75)	(94)	(105)	(102)	(106)	(125)	(153)
经营利润	120	336	567	598	679	728	933
财务费用	(57)	(72)	(80)	(62)	(46)	(66)	(99)
税前利润	63	264	486	536	633	662	835
增长率		316.4%	84.2%	10.3%	18.0%	4.6%	26.0%
所得税	(4)	(60)	(94)	(103)	(114)	(99)	(125)
实际税率	5.6%	22.9%	19.3%	19.1%	18.0%	15.0%	15.0%
归属股东净利润	60	204	393	434	519	563	709
增长率		240.0%	92.8%	10.5%	19.7%	8.4%	26.0%
基本每股收益(元)	0.00	0.00	0.29	0.31	0.29	0.31	0.39
增长率				6.9%	-7.3%	8.4%	26.0%

资料来源:公司资料,兴业证券研究所预测

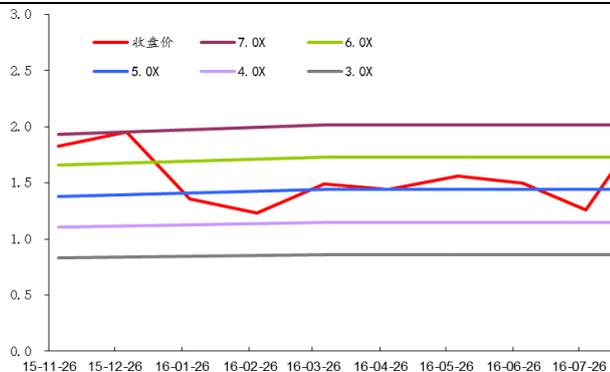
综合以上分析,我们预测福莱特玻璃的经营业绩快速提升,2016-2018年可实现营业收入30.4亿、35.7亿和43.7亿元人民币,三年复合增速为14%;股东净利润5.2亿、5.6亿和7.1亿元,三年复合增速为18%;对应每股基本收益(EPS)分别为0.29、0.31和0.39元。

5.2、目标价

福莱特玻璃（6865.HK）是全球第二大光伏玻璃生产商，按照公司目前的产能扩充进度，预计公司2017年和2018年光伏玻璃产能将分别增加1,000吨/日和8000吨/日，继续受益于全球和中国光伏市场装机容量的快速增长。同时，公司的传统玻璃业务如浮法玻璃、家居玻璃将维持平稳发展，而工程玻璃预计将在Low-E玻璃的刺激下出现较快速增长。公司是从市场竞争中脱颖而出的优秀企业，产品市场竞争力突出，我们看好公司的业绩随着产能的扩大而快速提升。

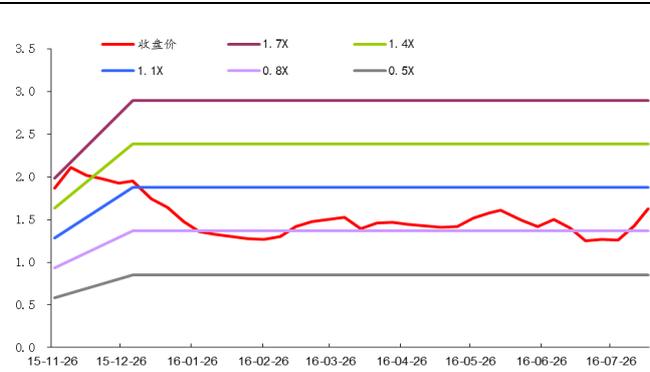
我们预测福莱特玻璃2016-2018年可实现营业收入30.4亿、35.7亿和43.7亿元人民币，三年复合增速为14%；股东净利润5.2亿、5.6亿和7.1亿元，三年复合增速为18%；对应每股基本收益(EPS)分别为0.29、0.31和0.39元。我们采用相对估值法对福莱特玻璃进行估值，考虑公司的行业地位和增长前景、历史估值、参考新能源上游制造行业以及下游运营行业平均估值等多方面因素，给予福莱特玻璃未来12个月内2.23港元的目标价。目标价约相当于2016-2018年PE为6.6、6、4.8倍，目标价较现价1.63港元约有36.8%的上升空间，故首次给予其“买入”投资评级。

图 40、福莱特玻璃历史 PE Band



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 41、福莱特玻璃历史 PB Band



资料来源：Wind，兴业证券研究所

5.3、行业可比公司估值比较

表 6、可比公司估值比较

港股新能源可比公司		HKD		ROE	PB		EPS(HKD)			PE		
代码	公司名称	股价	市值(亿)	2015	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
6865.HK	福莱特玻璃	1.63	29	20.5%	0.75	0.34	0.37	0.47	4.79	4.42	3.50	
968.HK	信义光能	3.29	222	23.6%	3.15	0.27	0.32	0.47	12.13	10.02	6.79	
3800.HK	保利协鑫	1.09	206	15.5%	1.12	0.12	0.13	0.15	9.02	8.25	7.45	
451.HK	协鑫新能源	0.34	64	15.5%	2.84	0.01	0.03	0.04	33.50	11.17	8.38	
686.HK	联合光伏	0.61	30	19.8%	1.33	0.08	0.11	0.25	7.63	5.55	2.44	
750.HK	兴业太阳能	2.83	20	10.9%	0.92	0.42	0.47	0.58	6.74	6.02	4.88	
平均				17.1%	1.87				8.88	7.46	5.39	

资料来源：Wind，兴业证券研究所预测

我们认为对比行业可比公司信义光能（968.HK），考虑到两者目前的业务规模和盈利能力，以及未来 2-3 年的业绩增长情况和行业地位等，公司的价值被显著低估；即使对比玻璃制造行业其他公司，公司也低估明显。我们认为低估是交易原因造成的，而公司股票交投清淡并不能降低公司的内在价值；若未来公司流通量小和交易不活跃的问题得到解决，相信市场会给予公司合理的估值。

6、风险因素

	公司光伏玻璃产能扩充计划进度不及预期。
市场风险	光伏玻璃市场竞争加剧导致价格下降。 传统玻璃业务订单下滑，毛利率下滑。
系统风险	全球光伏市场新增装机增长不及预期。

附表

财务报表摘要					损益表				
资产负债表					损益表				
百万元, 财务年度截至12月底					百万元				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
现金	922	394	(77)	161	收入	2,914	3,039	3,571	4,366
应收账款及其他应:	1,291	1,346	1,582	1,934	销售成本	(2,060)	(2,019)	(2,447)	(2,953)
存货	210	219	257	314	毛利	854	1,020	1,124	1,414
其他流动资产	56	48	48	51	其它收入	27	21	21	22
流动资产	2,479	2,006	1,811	2,460	其他经营净收益	26	(13)	(13)	(10)
物业厂房及设备	1,740	2,060	2,900	3,500	销售费用	(104)	(121)	(136)	(165)
其他非流动资产	468	483	485	487	管理费用	(102)	(106)	(125)	(153)
总资产	4,688	4,550	5,197	6,448	研发费用	(103)	(122)	(143)	(175)
应付账款及其它应	876	858	1,040	1,255	营业利润	598	679	728	933
短期借款	749	419	492	602	财务费用	(62)	(46)	(66)	(99)
其他流动负债	176	98	104	131	税前利润	536	633	662	835
流动负债	1,800	1,375	1,637	1,988	所得税	(103)	(114)	(99)	(125)
长期借款	183	191	224	274	股东净利润	434	519	563	709
递延税项负债	75	78	91	112	EPS(元)	0.31	0.29	0.31	0.39
采矿权长期应付款	57	57	57	57					
总负债	2,115	1,700	2,009	2,431	增长				
股东权益合计	2,573	2,850	3,187	4,017	总收入 (%)	2.8%	4.3%	17.5%	22.3%
每股账面值(元)	2	2	2	2	归母净利润 (%)	10.5%	19.7%	8.4%	26.0%
营运资金	679	632	174	472	每股收益 (%)	6.9%	-7.3%	8.4%	26.0%
					财务分析				
						2015A	2016E	2017E	2018E
现金流量表					盈利能力				
百万元, 财务年度截至12月底					毛利率 (%)	29.3%	33.6%	31.5%	32.4%
	2015A	2016E	2017E	2018E	净利率 (%)	14.9%	17.1%	15.8%	16.2%
除税前利润	536	633	662	835	经营利润率 (%)	20.5%	22.3%	20.4%	21.4%
财务费用	62	46	66	99					
折旧摊销	208	246	347	418	营运表现				
所得税	(104)	(114)	(99)	(125)	SG&A/收入 (%)	9.2%	9.0%	9.1%	9.5%
其它	(110)	(52)	(64)	(170)	实际税率 (%)	19.1%	18.0%	15.0%	15.0%
营运性现金流	592	759	912	1,057	资产周转率	66.3%	65.8%	73.3%	75.0%
资本开支	(151)	(800)	(1,200)	(600)	应付账款天数	183	157	142	142
已抵押银行存款净:	(17)	(7)	(10)	(9)	应收账款天数	165	158	150	147
其他投资活动	19	16	7	30					
投资性现金流	(148)	(791)	(1,203)	(578)	财务状况				
借款所得款项	1,571	1,638	1,925	1,883	负债/总资产	45.1%	37.4%	38.7%	37.7%
偿还借款	(1,539)	(1,985)	(1,926)	(1,884)	总资产/股东权益	182%	160%	163%	161%
其他融资活动	305	(149)	(178)	(241)	盈利对利息倍数	9.72	14.89	11.08	9.46
融资性现金流	337	(496)	(179)	(241)					
现金变化	781	(528)	(470)	237	P/E	4.49	4.84	4.46	3.54
期初持有现金	141	922	394	(77)	P/B	0.76	0.88	0.79	0.63
期末持有现金	922	394	(77)	161					

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
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	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
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 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(香港证监会中央编号: AYE823)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。