

买入 (维持)

目标价: 2.23 港元

现价: 1.86 港元

预期升幅: 19.9%

市场数据

报告日期	2016.08.25
收盘价(港元)	1.86
总股本(百万股)	1,800
流通股本(百万股)	450
总市值(百万港元)	3,348
流通市值(百万港元)	837
净资产(百万元)	2,775
总资产(百万元)	4,607
每股净资产(元)	1.54

数据来源: Wind

相关报告

跟踪报告-20160219

深度报告-20160811

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**光伏玻璃价格出现微调但预期稳定**

2016年08月25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%	17.0%	16.7%
ROA	9.9%	11.2%	10.9%	10.9%
每股收益(元)	0.31	0.29	0.31	0.39
市盈率	5.07	5.46	5.04	4.00
股息率	3.9%	3.1%	3.4%	4.2%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **上半年净利润同比大幅攀升, 符合预期。**上半年公司实现营业收入人民币 1,522 百万元, 同比增长 1.6%; 实现归属股东净利润 331 百万元, 同比增长 71%; EPS 为人民币 18.41 分, 同比增长 28%。公司派发中期股息每股 5.5 分, 分红率约 30%, 超出市场预期。公司上半年光伏玻璃业务实现满产满销, 唯受限于产能营业收入未能大幅增长; 但由于原材料和能源价格的下降以及光伏玻璃 ASP 的上升, 公司毛利率得以大幅提升 8.7 个百分点至 36.8%, 同时净利润率也得以大幅提升。公司半年业绩完全符合我们之前首次覆盖报告中的预期。
- **光伏玻璃价格近期大幅下调的可能性不大。**我们认为光伏玻璃在近期大幅度下滑(超过 10%)的可能性不大, 主要是基于以下几点: 第一, 第三季度的光伏装机淡季行将结束, 但光伏玻璃的市场售价只是出现了轻微下降(2%以内), 预计随着四季度到来, 下游需求有望回升; 第二, 光伏玻璃市场竞争格局完全不同于组件市场, 前两大厂商市场份额占比超过一半以上, 价格战的概率不大; 第三, 光伏玻璃价格只占组件成本的 3-5%, 大幅压低光伏玻璃采购价对于组件商的边际毛利贡献微乎其微; 第四, 信义光能和公司的毛利率远高于同行业竞争对手毛利率, 因此竞争对手并没有把握和动力发起价格战。另外, 公司的光伏玻璃有接近一半为外销往日本以及其他海外国家, 有利于维持公司光伏玻璃价格的稳定。但进入 2017 年下半年, 随着公司和信义光能在安徽的新生产线投产, 预计产能或会轻微过剩, 我们届时价格或会有压力。
- **我们的观点:** 福莱特玻璃(6865.HK)是全球第二大的光伏玻璃生产商, 也是从市场竞争中成长的、以产品质量著称的光伏玻璃领军企业。公司受益于全球以及中国光伏市场的快速发展以及良性健康的市场竞争格局, 盈利能力得到提升, 且预计可以较稳定维持。公司正在积极扩充光伏玻璃和建筑玻璃产能, 充分享受行业发展红利。我们维持此前盈利预测不变, 即 2016-2018 年营业收入分别为 3,039、3,571 和 4,366 百万元, 归属股东净利润分别为 519、563 和 709 百万元, EPS 分别为 0.29、0.31 和 0.39 元。同时我们维持公司买入评级和目标价 2.23 港元不变。
- **风险提示:** 光伏玻璃价格出现超预期下跌, 产能扩充进度不及预期。

报告正文

2016 年中期业绩点评

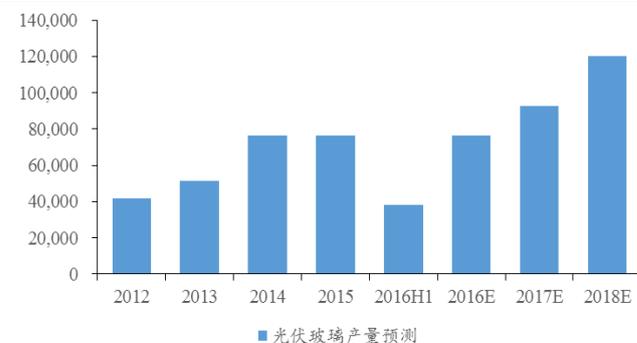
- **上半年净利润同比大幅攀升，符合预期。**上半年公司实现营业收入人民币 1,522 百万元，同比增长 1.6%（2015 年上半年：1,498 百万元）；实现归属股东净利润 331 百万元，同比增长 71%（2015 年上半年：194 百万元）；EPS 为人民币 18.41 分，同比增长 28%（2015 年：14.36 分）。公司派发中期股息每股 5.5 分，分红率约 30%，超出市场预期。公司上半年光伏玻璃业务实现满产满销，唯受限于产能营业收入未能大幅增长；但由于原材料和能源价格的下降以及光伏玻璃 ASP 的上升，公司毛利率得以大幅提升 8.7 个百分点至 36.8%，同时净利润率也得以大幅提升。公司半年业绩完全符合我们之前首次覆盖报告中的预期。
- **光伏玻璃业务业绩靓丽，积极产能扩充。**受益于上半年中国市场的下游光伏抢装行情，上半年光伏玻璃供不应求，价格持续上涨，累计上涨幅度达到 10% 左右，加之公司的原材料和能源（主要是天然气）价格下降，使得公司光伏玻璃业务毛利率同比上升达到 42%。但受限于产能，公司上半年纵然实现了满产满销，光伏玻璃营收只同比增长了 1.2% 至 1,157 百万元人民币。为解决产能瓶颈，公司目前在积极扩充光伏玻璃产能，预计将在 2017 年四季度投产 1,000 吨/日的光伏玻璃生产线，以及 2018 年中投产越南 800 吨/日生产线（有可能将此生产线提升至 900 吨/日）。

图 1、公司光伏玻璃价格（元/平方米）和毛利率预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

图 2、公司光伏玻璃产量（千平方米）变化和预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

- **光伏玻璃价格近期大幅下调的可能性不大。**我们认为光伏玻璃在近期大幅度下滑（超过 10%）的可能性不大，主要是基于以下几点：第一，第三季度的光伏装机淡季行将结束，但光伏玻璃的市场售价只是出现了轻微下降（2% 以内），预计随着四季度到来，光伏企业陆续获得第六批补贴基金，四季度下游需求有望回升；第二，光伏玻璃市场竞争格局完全不同于组件市场，前两大厂商市场份额占比超过一半以上，价格战的概率不大；第三，光伏玻璃价格只占组件成本的 3-5%，大幅压低光伏玻璃采购价对于组件商的边际毛利贡献微乎其微；第四，信义光能和公司的毛利率远高于同行业竞争对手毛利率，因此竞争对手并没有把握和动力发起价格战。另外，公司的光伏玻璃有接近

一半为外销往日本以及其他海外国家，以日本为例，公司的客户（如 Sun Frontier）对价格不敏感而追求质量稳定，合同为三个月一签，有利于维持公司光伏玻璃价格的稳定。但进入 2017 年下半年，随着公司和信义光能在安徽的新生产线投产，预计产能或会轻微过剩，我们届时价格或会有压力。

- **我们的观点：**福莱特玻璃（6865.HK）是全球第二大的光伏玻璃生产商，也是从市场竞争中成长的、以产品质量著称的光伏玻璃领军企业。公司受益于全球以及中国光伏市场的快速发展以及良性健康的市场竞争格局，盈利能力得到提升，且预计可以较稳定维持。公司正在积极扩充光伏玻璃和建筑玻璃产能，充分享受行业发展红利。我们维持此前盈利预测不变，即 2016-2018 年营业收入分别为 3,039、3,571 和 4,366 百万元，归属股东净利润分别为 519、563 和 709 百万元，EPS 分别为 0.29、0.31 和 0.39 元。同时我们维持公司买入评级和目标价 2.23 港元不变。
- **风险提示：**光伏玻璃价格出现超预期下跌，产能扩充进度不及预期。

表 1、福莱特玻璃 2016 年和 2015 年中期业绩财务对比

单位：人民币千	2016H1	2015H1	YoY	点评
收入	1,522,478	1,498,605	1.6%	主要是光伏玻璃和工程玻璃销售额增加
销售成本	(962,409)	(1,077,554)	-10.7%	原材料和能源价格下降
毛利	560,069	421,051	33.0%	
毛利率	36.8%	28.1%		主营业务光伏玻璃毛利增加
其他收入及开支	28,973	11,369	154.8%	主要是利息收入和政府奖励增加；去年有捐赠支出
其他收益及亏损	20,138	(5,958)	-438.0%	主要是今年产生汇兑收益，以及去年有呆账拨备
分销及销售开支	(48,800)	(53,509)	-8.8%	
行政及一般开支	(50,543)	(53,065)	-4.8%	
开发费用	(51,013)	(52,019)	-1.9%	
财务费用	(28,871)	(33,155)	-12.9%	负债减少
除税前利润	429,953	234,714	83.2%	
所得税开支	(98,509)	(40,806)	141.4%	递延税项增多
期内利润	331,444	193,908	70.9%	
归属股东净利润	331,444	193,908	70.9%	
EPS (分)	18.41	14.36	28.2%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩会现场问答

Q1: 光伏玻璃的市场价格最近开始下跌，请问公司光伏玻璃出厂价格走势以及库存水平？全年的出货量指引？

以往光伏玻璃是上半年淡季，但今年上半年是旺季。上半年光伏玻璃价格上升，幅度在 10% 左右。进入第三季度，公司注意到目前市场光伏玻璃的价格有所调整，公司的出厂价格上周开始略有调整，但幅度很小，基本不影响业绩，预计四季度仍然可以维持目前水平，对价格走势比较看好。展望全年，公司预计光伏玻璃生产成本保持基本稳定略微下降，销售价格预计全年能保持上半年稳定的水平。目前调整幅度非常小，而且只是部分客户。

公司目前订单满负荷，与产能也保持一致。库存水平周转天数在 43 天左右，全年也比较稳健。

Q2: 光伏玻璃外销和内销 ASP 上半年的涨幅是否有所差别?

公司产品外销客户三个月左右定价一次,对价格不太敏感;国内客户一个月甚至一周调整一次。所以上半年外销客户 ASP 价格上涨不大(也有部分体现在汇兑损益里),内销 ASP 的上升比较明显,大概在 10%左右。目前外销价格没有调整,内销价格出现了微调,而且也只是部分客户的价格出现调整。

Q3: 原材料方面多少比例是重油,多少是天然气?越南厂会不会用到 LNG?

原材料成本占公司总成本 78%左右,其中能源占公司成本为 34%,包括燃料和电力。目前的比例是天然气 30%,重油 70%,但公司会根据市场价格情况进行调整。越南厂的燃料方面会使用当地的天然气。

Q4: 公司的光伏玻璃在日本市占率多少?

日本客户的市占率没有确定数据,但是日本几个较大客户采取 70-20-10 的比例进行采购,即第一大供应商供货 70%,第二大 20%,而公司是客户端 70%的供应商。而 Sun Frontier 是百分百使用公司产品,比较特殊。公司的产品在日本的市场占有率一直较高,虽然日本企业优先使用本国产品,公司希望产能扩大后继续扩大市占率。

Q5: 公司对于分布式发电的战略规划?产能扩充方面越南厂的投产时间和目前进展?安徽厂的投产进度?

公司目前已经掌握了分布式的安装技术等,且已经取得了嘉兴市的 85MW 的批文,后面根据资金情况拓展分布式业务。安徽厂已经和当地政府谈妥,预计 2017 年四季度投产 1,000 吨/日的生产线。越南预计 2018 年中期投产。

Q6: 工程玻璃毛利提升了一倍是什么原因,是否可以持续?

工程 Low-E 玻璃的毛利去年比较低主要是因为安装了一个脱销设备,今年设备切换完成,加之能源成本、原材料价格都有所下降,因此毛利回升。另外,建筑玻璃的市场也回暖也刺激了工程玻璃价格。

Q7: 派息超出预期,是出于什么样的考虑,能否持续?

公司出于对股东价值的重视在中期加大了派息力度,管理层承诺未来每年分红率至少为 20%。

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	523	877	收入	2,914	3,039	3,571	4,366
应收账款及其他	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	2,411	3,176	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	5,797	7,164	研发费用	(103)	(122)	(143)	(175)
应付账款及其它	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	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	3,787	4,733	总收入 (%)	2.8%	4.3%	17.5%	22.3%
					归母净利润 (%)	10.5%	19.7%	8.4%	26.0%
每股账面值(元)	2	2	2	3	每股收益 (%)	6.9%	-7.3%	8.4%	26.0%
营运资金	679	632	774	1,188					
					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	营运表现				
折旧摊销	208	246	347	418	SG&A/收入 (%)	9.2%	9.0%	9.1%	9.5%
所得税	(104)	(114)	(99)	(125)	实际税率 (%)	19.1%	18.0%	15.0%	15.0%
其它	(110)	(52)	(64)	(170)	资产周转率	66.3%	65.8%	69.0%	67.4%
营运性现金流	592	759	912	1,057	应付账款天数	183	157	142	142
资本开支	(151)	(800)	(1,200)	(600)	应收账款天数	165	158	150	147
已抵押银行存款	(17)	(7)	(10)	(9)	财务状况				
其他投资活动	19	16	7	30	负债/总资产	45.1%	37.4%	34.7%	33.9%
投资性现金流	(148)	(791)	(1,203)	(578)	总资产/股东权	182%	160%	153%	151%
借款所得款项	1,571	1,638	2,525	2,470	盈利对利息倍数	9.72	14.89	11.08	9.46
偿还借款	(1,539)	(1,985)	(1,926)	(2,354)	P/E	5.07	5.46	5.04	4.00
其他融资活动	305	(149)	(178)	(241)	P/B	0.85	1.00	0.75	0.60
融资性现金流	337	(496)	421	(125)					
现金变化	781	(528)	130	353					
期初持有现金	141	922	394	523					
期末持有现金	922	394	523	877					

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	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	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			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 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。