

买入 (维持)

目标价: 2.23 港元

现价: 1.7 港元

预期升幅: 31.2%

**市场数据**

报告日期 2016.11.07

收盘价(港元)	1.7
总股本(百万股)	1,800
流通股本(百万股)	450
总市值(百万港元)	3,060
流通市值(百万港元)	765
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

业绩点评-20160825

**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****越过淡季, 价格维持坚挺**

2016年11月07日

**主要财务指标**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,914	3,171	3,581	4,374
同比增长(%)	2.8%	8.8%	12.9%	22.1%
净利润(百万元)	434	550	566	712
同比增长(%)	10.5%	26.7%	3.0%	25.8%
净利润率(%)	14.9%	17.3%	15.8%	16.3%
ROE	20.5%	20.4%	16.8%	15.7%
ROA	9.9%	11.9%	10.8%	10.6%
每股收益(元)	0.31	0.31	0.31	0.40
P/E	4.63	4.72	4.58	3.64
股息率	4.2%	5.4%	3.7%	4.7%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

**投资要点**

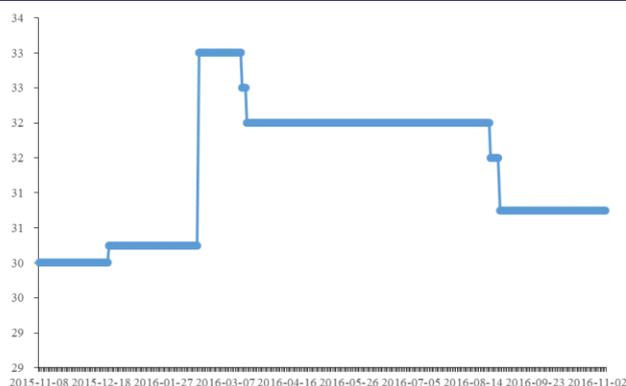
- **光伏玻璃价格跌幅不大且预计近期止跌。**根据我们的跟踪和预测, 公司的主营产品光伏玻璃最新出厂价在 30.5-31 元/平米左右, 距离上半年 2-3 月最高价格 33 元/平米跌幅在 7% 以内。我们预计公司全年光伏玻璃平均出厂价格在 31-31.5 元/平米左右。相比行业其他竞争对手, 公司的产品出厂价格明显较为坚挺, 跌幅较窄, 这主要归因于公司优良的客户结构(海外出口收入占比较大), 与我们之前的预判完全一致。展望未来, 我们预计伴随着光伏标杆电价的大幅度下调、四季度光伏小抢装的展开、以及明年上半年可预计的光伏抢装, 下游需求的再次强劲增长将为光伏玻璃的价格提供支持, 近期光伏硅料硅片以及组件价格已经有所反弹, 预计光伏玻璃亦会出现止跌反弹。
- **在建产能进展顺利。**公司在安徽有长期规划的三期光伏玻璃厂投产, 总投资金额略小于 20 亿元人民币。一期工厂设计产能为 1,000 吨/日, 预计将于 2017 年三四季度投产。公司位于越南的海外工厂由于土地交付时期较晚, 预计 2018 年中投产。
- **Low-E 玻璃或成 2017 年亮点。**公司于今年加大了 Low-E 玻璃的投入, 已将募集资金的 17% 约 1.7 亿元用于新建一条 5,800 千平方米的 Low-E 和 Low-E 复合玻璃加工生产线。公司的 Low-E 玻璃质量优异, 预计随着该生产线在年末或明年投产, 该部分业务收入将同比大幅增长, 有效弥补光伏玻璃价格可能下降导致的收入端下降风险。
- **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。我们调升此前盈利预测, 即 2016-2018 年营业收入分别为 3,171、3,581 和 4,374 百万元, 归属股东净利润分别为 550、566 和 712 百万元, EPS 分别为 0.31、0.31 和 0.40 元。同时我们维持公司买入评级和目标价 2.23 港元不变, 目标价相当于 2016-2018 年预测 EPS 的估值为 6.2 倍、6 倍和 4.8 倍。
- **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

## 跟踪报告

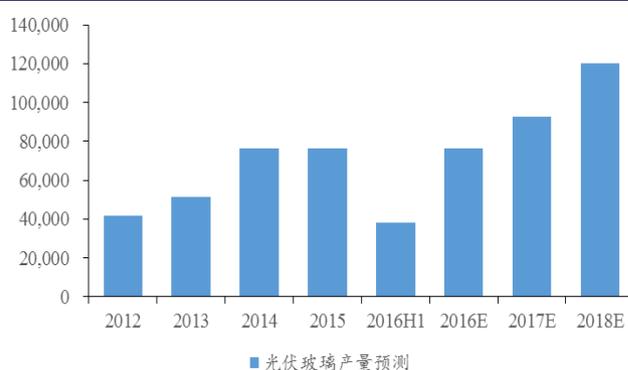
- **光伏玻璃价格跌幅不大且预计近期止跌。** 我们近期参观了公司工厂并与公司管理层进行交流。根据我们的跟踪和预测，公司的主营产品光伏玻璃最新出厂价在 30.5-31 元/平米左右，距离上半年 2-3 月最高价格 33 元/平米跌幅在 7% 以内。图 1 详细列出公司最近一年玻璃出厂平均价格走势变化，我们预计公司全年光伏玻璃平均出厂价格在 31-31.5 元/平米左右。相比行业其他竞争对手，公司的产品出厂价格明显较为坚挺，跌幅较窄，这主要归因于公司优良的客户结构（海外出口收入占比较大），与我们之前的预判完全一致。展望未来，我们预计伴随着光伏标杆电价的大幅度下调、四季度光伏小抢装的展开、以及明年上半年可预计的光伏抢装，下游需求的再次强劲增长将为光伏玻璃的价格提供支持，近期光伏硅料硅片以及组件价格已经有所反弹，预计光伏玻璃亦会出现止跌反弹。
- **光伏玻璃行业供需分析。** 目前全球绝大部分光伏玻璃产能处于中国大陆，中国大陆目前有光伏玻璃厂家 20-30 家，其中以信义光能（968.HK）和福莱特玻璃（6865.HK）为主，其他主要厂家包括南玻、中航三鑫、安彩高科、台玻等。下游需求主要来自全球光伏新增装机，预计 2016 年全球新增装机 70GW 以上，2017 年新增装机持平或者微跌（主要的需求来自于中国）。供应端分析，光伏玻璃厂商较多，但成本差异较大，上半年两大龙头毛利率均超过 40%，但亦有部分厂商毛利率约 20% 左右，主要原因在于光伏玻璃窑炉的规模效应（主要是能耗成本）以及技术水平（如成品率）的差别。此外，光伏玻璃供应端亦有明显的周期性，一般来讲，窑炉运行 5-6 年后要进行冷修，冷修所需时间在 6-9 个月，且冷修所需的投资金额亦较大，预计行业内 20% 左右的产能将陆续进入冷修或者被淘汰而停产。未来行业新增产能主要来自两大龙头厂商的扩产计划、大型玻璃厂商如旗滨集团宣布光伏玻璃产能建设计划以及部分中小型厂商的扩产计划，而新建产能一般需要 1.5-2 年左右建设时间方能投产。

图 1、公司光伏玻璃近一年价格走势（元/平米）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、公司光伏玻璃产量（千平米）变化和预测



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

- **在建产能进展顺利。** 公司在安徽有长期规划的三期光伏玻璃厂投产，总投资

金额略小于 20 亿元人民币，目前正在建设的为一期工程，土地拍卖已经完成。一期工厂设计产能为 1,000 吨/日，预计将于 2017 年三四季度投产。此外，公司位于越南的海外工厂由于土地交付时期较晚，工期有所延后，近期土地交付已经完成，公司将使用中国的工程队进行建设以加快工程进度，预计 2018 年中投产。

- **Low-E 玻璃或成 2017 年亮点。**公司于今年加大了 Low-E 玻璃的投入，已将募集资金的 17% 约 1.7 亿元用于新建一条 5,800 千平方米的 Low-E 和 Low-E 复合玻璃加工生产线。公司的 Low-E 玻璃质量优异，广泛应用于建筑玻璃、自清洁玻璃、防雾玻璃、家居玻璃等等，预计随着该生产线在年末或明年投产，该部分业务收入将同比大幅增长，有效弥补光伏玻璃价格可能下降导致的收入端下降风险。
- **盈利预测更新。**由于公司的光伏玻璃价格维持坚挺，我们调整公司的盈利预测，提高公司 2016 年盈利预测至 5.5 亿元人民币左右，而暂维持 2017-2018 年盈利预测不变。

表 1、福莱特玻璃盈利预测更新

	更新前			更新后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,039	3,571	4,366	3,171	3,581	4,374
同比增长	4.3%	17.5%	22.3%	8.8%	12.9%	22.1%
调升（调降）幅度				4.3%	0.3%	0.2%
净利润（百万元）	519	563	709	550	566	712
同比增长	19.7%	8.4%	26.0%	26.7%	3.0%	25.8%
经营利润率	22.3%	20.4%	21.4%	22.6%	20.4%	21.4%
净利率	17.1%	15.8%	16.2%	17.3%	15.8%	16.3%
调升（调降）幅度				5.8%	0.6%	0.4%
净资产收益率	19.1%	17.0%	16.7%	20.2%	16.5%	15.6%
每股收益（元）	0.29	0.31	0.39	0.31	0.31	0.40
调升（调降）幅度				5.8%	0.6%	0.4%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **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。我们调升此前盈利预测，即 2016-2018 年营业收入分别为 3,171、3,581 和 4,374 百万元，归属股东净利润分别为 550、566 和 712 百万元，EPS 分别为 0.31、0.31 和 0.40 元。同时我们维持公司买入评级和目标价 2.23 港元不变，目标价相当于 2016-2018 年预测 EPS 的估值为 6.2 倍、6 倍和 4.8 倍，公司目前股价被显著低估，建议投资者积极关注。
- **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。

## 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	384	717	1,277	收入	2,914	3,171	3,581	4,374
应收账款及其他应	1,291	1,405	1,586	1,938	销售成本	(2,060)	(2,098)	(2,454)	(2,957)
存货	210	228	258	315	毛利	854	1,073	1,127	1,416
其他流动资产	56	48	48	51	其它收入	27	21	21	22
<b>流动资产</b>	<b>2,479</b>	<b>2,065</b>	<b>2,609</b>	<b>3,580</b>	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)	(127)	(136)	(166)
其他非流动资产	468	483	485	487	管理费用	(102)	(111)	(125)	(153)
<b>总资产</b>	<b>4,688</b>	<b>4,609</b>	<b>5,995</b>	<b>7,567</b>	研发费用	(103)	(127)	(143)	(175)
应付账款及其它应	876	892	1,043	1,257	<b>营业利润</b>	<b>598</b>	<b>716</b>	<b>731</b>	<b>935</b>
短期借款	749	419	473	578	财务费用	(62)	(46)	(64)	(97)
其他流动负债	176	103	105	131	<b>税前利润</b>	<b>536</b>	<b>670</b>	<b>666</b>	<b>838</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,800</b>	<b>1,414</b>	<b>1,621</b>	<b>1,966</b>	所得税	(103)	(121)	(100)	(126)
长期借款	183	199	225	275	<b>股东净利润</b>	<b>434</b>	<b>550</b>	<b>566</b>	<b>712</b>
递延税项负债	75	81	92	112	EPS(元)	0.31	0.31	0.31	0.40
采矿权长期应付款	57	57	57	57					
<b>总负债</b>	<b>2,115</b>	<b>1,751</b>	<b>1,994</b>	<b>2,410</b>	<b>增长</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2,573</b>	<b>2,858</b>	<b>4,000</b>	<b>5,157</b>	总收入 (%)	2.8%	8.8%	12.9%	22.1%
					归母净利润 (%)	10.5%	26.7%	3.0%	25.8%
每股账面值(元)	2	2	2	3	每股收益 (%)	6.9%	-1.9%	3.0%	25.8%
营运资金	679	651	988	1,614					
					<b>财务分析</b>				
						2015A	2016E	2017E	2018E
<b>现金流量表</b>					<b>盈利能力</b>				
百万元, 财务年度截至12月底					毛利率 (%)	29.3%	33.8%	31.5%	32.4%
	2015A	2016E	2017E	2018E	净利率 (%)	14.9%	17.3%	15.8%	16.3%
除税前利润	536	670	666	838	经营利润率 (%)	20.5%	22.6%	20.4%	21.4%
财务费用	62	46	64	97	<b>营运表现</b>				
折旧摊销	208	246	347	418	SG&A/收入 (%)	9.2%	9.0%	9.1%	9.5%
所得税	(104)	(121)	(100)	(126)	实际税率 (%)	19.1%	18.0%	15.0%	15.0%
其它	(110)	(87)	(32)	(169)	资产周转率	66.3%	68.2%	67.5%	64.5%
<b>营运性现金流</b>	<b>592</b>	<b>755</b>	<b>945</b>	<b>1,059</b>	应付账款天数	183	154	144	142
资本开支	(151)	(800)	(1,200)	(600)	应收账款天数	165	155	152	147
已抵押银行存款净	(17)	(7)	(10)	(9)	<b>财务状况</b>				
其他投资活动	19	16	7	30	负债/总资产	45.1%	38.0%	33.3%	31.8%
<b>投资性现金流</b>	<b>(148)</b>	<b>(791)</b>	<b>(1,203)</b>	<b>(578)</b>	总资产/股东权益	182%	161%	150%	147%
借款所得款项	1,571	1,709	2,530	2,472	盈利对利息倍数	9.72	15.51	11.33	9.61
偿还借款	(1,539)	(2,055)	(1,763)	(2,153)	P/E	4.63	4.72	4.58	3.64
其他融资活动	305	(156)	(178)	(240)	P/B	0.78	0.91	0.65	0.50
<b>融资性现金流</b>	<b>337</b>	<b>(502)</b>	<b>590</b>	<b>79</b>					
现金变化	781	(538)	332	560					
期初持有现金	141	922	384	717					
期末持有现金	922	384	717	1,277					

## 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
朱元斌	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	陈振光	13818288830	chenzg@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(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。