

买入

Q4 盈利持续承压，静待需求复苏开启新周期

福莱特玻璃 (6865.HK)

2024-11-26 星期二

投资要点

目标价: **16 港元**
 现价: 11.96 港元
 预计升幅: 34%

重要数据

日期	2024-11-25
收盘价 (港元)	11.96
总股本 (百万股)	2,343
流通盘 (百万股)	442
流通值 (亿港元)	53
总市值 (亿港元)	561
净资产 (百万元)	22,375
总资产 (百万元)	44,113
52 周高低 (港元)	20.54/8.66
每股净资产 (港元)	10.30

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云(47.65%)

相关报告

首次报告-20200717
 更新报告-20200805
 更新报告-20210202/0414/0816
 更新报告-20221109/20230601
 更新报告-20230915/20240510

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 光伏玻璃价格持续下跌，Q4 盈利仍将承压：

公司前三季度实现营业收入 146.04 亿元，同比减少 8.06%；实现归母净利润 12.96 亿元，同比减少 34.18%，实现扣非归母净利润 12.45 亿元，同比减少 36.02%，基本每股收益 0.55 元。公司 Q3 归母净利润为-2.03 亿，受光伏玻璃价格持续下行及减值影响，预计 Q4 盈利将持续承压。

➤ 行业进入需求淡季，供应端减产提速，静待 2025 年需求复苏：

隆众资讯数据显示，截至 11 月 22 日，国内光伏玻璃 2.0mm 镀膜主流价格为 12 元/平米，3.2mm 镀膜主流价格为 19.5 元/平米，均环比上周持平。目前随着行业进入需求淡季，光伏玻璃累库增加，行业库存天数上升至 40 天以上，预计冷修产线还将大量增加才能供需平衡。目前全行业处于亏损状况，近期出口退税率下调，以及冬季天然气价格上行将进一步加重企业亏损情况，并增加企业资金和经营压力。展望 2025 年，随着供给端产能出清，加上 Q1 淡季过后 Q2 需求复苏，行业将进入去库存阶段，光伏玻璃价格将理性回归。

➤ 公司规划新增产能将根据市场情况安排投产节奏：

截至 2024Q3，公司总产能为 23000 吨/日，其中冷修产能为 2600 吨，堵窑口为 2000 吨，合计减产约 20%。公司原规划的安徽 2 条日熔化量 1200 吨的生产线和南通产能 4 条日熔化量 1200 吨的生产线或将根据市场情况安排投产节奏。海外越南 1 条 1600 吨以及印尼 2 条 1600 吨产能，按原计划，预计将在 2026 年或之后陆续点火。

➤ 维持买入评级，给予目标价 16 港元：

我们更新公司盈利预测并给予目标价 16 港元，相当于 2025 年和 2026 年 25 倍和 18 倍 PE，目标价较现价有 34% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	15,461	21,524	18,140	19,347	21,422
同比增长(%)	77.4%	39.2%	-15.7%	6.7%	10.7%
净利润	2,123	2,760	999	1,378	1,912
同比增长(%)	0.1%	30.0%	-63.8%	37.9%	38.8%
每股盈利 (元)	0.99	1.24	0.42	0.59	0.81
PE@11.96HKD	11.2	8.9	26.0	18.9	13.6
每股股息 (元)	0.23	0.62	0.08	0.12	0.16
股息率	2.1%	5.6%	0.8%	1.1%	1.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

光伏玻璃價格持續下跌，Q4 盈利仍將承压：

公司前三季度實現營業收入 146.04 億元，同比減少 8.06%；實現歸母淨利潤 12.96 億元，同比減少 34.18%，實現扣非歸母淨利潤 12.45 億元，同比減少 36.02%，基本每股收益 0.55 元。公司 Q3 歸母淨利潤為-2.03 億，受光伏玻璃價格持續下行及減值影響，預計 Q4 盈利將持續承压。

行業進入需求淡季，供應端減產提速，靜待 2025 年需求復蘇：

隆眾資訊數據顯示，截至 11 月 22 日，國內光伏玻璃 2.0mm 鍍膜主流價格為 12 元/平方米，3.2mm 鍍膜主流價格為 19.5 元/平方米，均環比上周持平。目前隨着行業進入需求淡季，光伏玻璃累庫增加，行業庫存天數上升至 40 天以上，預計冷修產線還將大量增加才能供需平衡。目前全行業處於虧損狀況，近期出口退稅率下調，以及冬季天然氣價格上行將進一步加重企業虧損情況，並增加企業資金和經營壓力。展望 2025 年，隨着供給端產能出清，加上 Q1 淡季過後 Q2 需求復蘇，行業將進入去庫存階段，光伏玻璃價格將理性回歸。公司作為行業龍頭，資金實力、技術成本和海外擴產優勢明顯，待落后產能出清，需求回暖後，公司市場份額和競爭實力有望進一步增強。

公司規劃新增產能將根據市場情況安排投產節奏：

截至 2024Q3，公司總產能為 23000 噸/日，其中冷修產能為 2600 噸，堵窯口為 2000 噸，合計減產約 20%。公司原規劃的安徽 2 條日熔化量 1200 噸的生產線和南通產能 4 條日熔化量 1200 噸的生產線或將根據市場情況安排投產節奏。

海外越南 1 條 1600 噸以及印尼 2 條 1600 噸產能，按原計劃，預計將在 2026 年或之後陸續點火。

維持買入評級，給予目標價 16 港元：

我們更新公司盈利預測並給予目標價 16 港元，相當於 2025 年和 2026 年 25 倍和 18 倍 PE，目標價較現價有 34% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

光伏裝機需求不及預期

光伏玻璃價格下跌超出預期

原材料成本上漲超出預期

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	24.70	518	21.0	31.9	22.0	16.5	2.6	2.4	2.2	2.0
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	17.40	35	41.5	-242.3	115.7	23.7	1.1	1.1	1.1	1.1
	000012.SZ	南玻A	RMB	5.36	128	9.9	-	-	-	1.2	-	-	-
平均						24.1	-105.2	68.8	20.1	1.6	1.8	1.7	1.5
H股	0968.HK	信义光能	HKD	3.16	287	7.5	7.5	5.8	4.7	0.9	0.8	0.8	0.7
	3868.HK	信义能源	HKD	0.78	65	6.7	6.8	5.7	5.0	0.5	0.5	0.4	0.4
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.97	5	5.2	-	-	-	0.3	-	-	-
平均						6.5	7.2	5.7	4.9	0.6	0.6	0.6	0.6
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	11.96	561	8.9	26.0	18.9	13.6	1.1	1.1	1.1	1.0

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	15,461	21,524	18,140	19,347	21,422
经营成本	12,048	16,831	15,238	15,864	17,138
销售费用	119	120	726	774	857
行政费用	278	302	544	580	643
财务开支	240	483	171	195	173
投资收益(损失)	13	28	25	22	20
其他开支	77	167	150	135	122
税前盈利	2,155	3,051	1,201	1,655	2,298
所得税	30	289	203	279	388
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	2,123	2,760	999	1,378	1,912
折旧及摊销	1,310	1,834	1,894	1,958	2,025
EBITDA	473	587	(1,615)	(1,294)	(777)
增长					
总收入(%)	77%	39%	-16%	7%	11%
EBITDA(%)	-72%	24%	-375%	-20%	-40%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,319	6,616	3,906	3,887	3,832
应收账款	2,811	3,686	3,068	3,272	3,623
存货	2396	2001	2195	1866	1764
其他流动资产	4,855	4,530	5,767	5,936	6,139
流动资产	12,381	16,833	14,936	14,961	15,357
固定资产	11,226	15,115	17,382	19,989	22,988
其他固定资产	8,774	11,034	9,022	8,444	8,317
非流动资产	20,000	26,149	26,404	28,434	31,305
总资产	32,382	42,982	41,340	43,395	46,662
流动负债	10,533	9,185	7,159	8,249	9,082
应付帐款	4,100	4,520	2,577	2,683	4,831
短期银行贷款	3,095	1,914	1,661	2,499	1,031
其他短期负债	3338	2751	2921	3067	3220
非流动负债	7,816	11,506	11,103	10,866	11,730
长期银行贷款	3,889	6,655	6,988	7,337	7,704
其他负债	3,927	4,851	4,115	3,529	4,025
总负债	18,349	20,691	18,262	19,115	20,812
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	14,032	22,291	23,079	24,280	25,850
每股账面值(人民币元)	6.58	10.41	10.79	11.30	12.02
营运资金	1,848	7,648	7,777	6,712	6,275

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率(%)	3%	3%	-9%	-7%	-4%
净利率(%)	14%	13%	6%	7%	9%
营运表现					
SG&A/收入(%)	2%	1%	3%	3%	3%
实际税率(%)	1%	9%	17%	17%	17%
股息支付率(%)	23%	50%	20%	20%	20%
库存周转	54	54	54	54	54
应付账款天数	206	206	206	206	206
应收帐款天数	84	84	84	84	84
ROE(%)	15%	12%	4%	6%	7%
ROA(%)	8%	7%	2%	3%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.48	0.50	0.44	0.45	0.46
总资产/股本	2.31	1.93	1.79	1.79	1.81
收入对利息倍数	64.3	44.6	105.9	99.3	123.9

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	473	587	(1,615)	(1,294)	(777)
融资成本	393	598	171	195	173
营运资金变化	(886)	5,800	129	(1,065)	(437)
所得税	0	0	0	0	0
营运现金流	177	1,967	1,640	3,834	4,561
资本开支	4,046	3,299	0	0	0
其他投资活动	(11,915)	(9,125)	(6,189)	(4,373)	(3,546)
投资活动现金流	(7,869)	(5,826)	(6,189)	(4,373)	(3,546)
负债变化	17,418	11,083	0	0	0
股本变化	0	51	0	0	0
股息	741	944	200	276	382
其他融资活动	(10,306)	(5,076)	2,625	226	(1,472)
融资活动现金流	7,854	7,002	2,825	501	(1,089)
现金变化	217	3,160	(1,707)	(19)	(55)
期初持有现金	2,102	2,319	5,479	3,772	3,753
汇率变动	56	17	17	18	19
期末持有现金	2,319	5,479	3,772	3,753	3,698

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>