

信義光能 (968 HK)

19年業績符合預期，新產能受疫情影響延遲一季

信義光能 19 財年實現淨利潤 24.16 億港元，符合我們及市場預期。目前市場顯然將關注點置於新冠疫情海外擴散對於光伏玻璃銷售的影響上。管理層透露光伏玻璃目前尚未遇到價格方面壓力，且行業平均庫存在 20 天左右，仍處於正常區間。我們將 20 財年光伏玻璃銷售均價及銷售量展望分別下調 5.4%/3.6% 以反應疫情帶來的潛在需求下降的影響。儘管我們將公司 20 財年的盈利預測下調 12.4% 至 29.92 億港元，我們對公司的盈利維持長期增長的展望維持不變。目標價自每股 6.62 港元下調 4.6% 至 6.31 港元，維持買入評級。

- **19 財年盈利同比增長 29.1%。**強勁的盈利表現主要由 1) 光伏玻璃銷量同比增長 27.1%，以及 2) 我們測算光伏玻璃銷售均價同比增長 4.9% 至每平方米人民幣 26.7 元所致。除了良好的銷售數據以外，公司在費用端控制良好，行政開支及銷售費用均錄得顯著同比下降。淨利潤實現 24.16 億港元，每股盈利 30.3 港仙。公司宣佈派發末期股息 8.5 港仙（19 財年全年 14 港仙），對應股息支付比率為 46.1%，對應股息收益率 3.0%。
- **延遲新建產能投放。**由於項目施工受疫情延誤及目前市場需求有較大的不確定性，管理層決定將新建產能釋放時間延遲一季，並且第一條新建產能將在 6 月份投運。有鑑於此，公司 20 財年光伏玻璃的有效日熔量指引自同比增長 37.3% 下調至 26.1%。儘管產能投放延遲，隨著公司的薄片化 2.0 毫米雙面玻璃產品出貨增加，我們認為以銷售面積來考慮整體的銷售量將可以彌補部分延遲所帶來的產能損失。我們測算整體的銷售面積將僅較我們此前預期低 3.6%。
- **下調銷售均價展望以反映潛在疫情影響。**隨著新冠疫情在歐洲和美國發展情況愈加嚴峻，我們預期公司將受海外疫情控制措施等影響造成一定的需求擾動。我們將 20 財年光伏玻璃銷售均價假設自每平方米人民幣 28 元下調 5.4% 至人民幣 26.5 元，以反映銷售轉弱所帶來的潛在價格影響。我們對於公司的盈利能力並不因此而過於擔心，因目前燃氣和純鹼價格較低有助於幫助公司獲得更好的成本結構以應對潛在價格影響。
- **無損長期盈利能力。**我們將 20 財年淨利潤預測下調 12.4% 至 29.92 億港元以體現需求不確定性所帶來的價格和銷售量的影響。調整後淨利潤預測仍體現同比 22.3% 的利潤增速。基於目前公司較為扎實的業務基本面，我們認為公司的長期較為優質盈利能力並無變化。我們的目標價自每股 6.62 港元略微下調至 6.31 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬港元)	7,672	9,096	10,864	15,407	18,738
淨利潤 (百萬港元)	1,863	2,416	2,992	4,487	5,383
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.37	0.56	0.67
每股盈利變動 (%)	(24)	21.8	22.3	49.9	20.0
市場平均盈利預期 (港元)	N/A	N/A	0.40	0.49	0.49
市盈率 (倍)	19.0	15.6	12.7	8.5	7.1
市帳率 (倍)	3.5	2.7	2.4	2.1	1.8
股息率 (%)	2.6	3.0	3.8	5.6	6.8
權益收益率 (%)	18.3	17.3	19.0	24.3	25.1
淨負債率 (%)	76.5	31.5	26.4	17.1	8.1

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$6.31
(此前目標價)	HK\$6.62
潛在升幅	+33.7%
當前股價	HK\$4.72

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 1234

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值 (百萬港元)	38,147
3 月平均流通量 (百萬港元)	150.3
52 周內股價高/低 (港元)	7.04/3.57
總股本 (百萬)	8.082

資料來源：彭博

股東結構

信義集團 (玻璃)	24.1%
李賢義及一致行動人	32.1%
流通股	43.5%

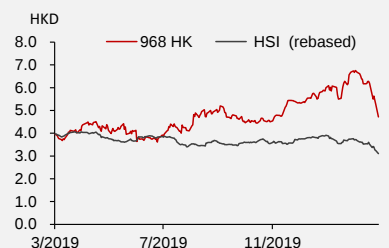
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-29.3%	-14.8%
3-月	-11.4%	5.6%
6-月	-6.3%	10.1%
12-月	28.6%	61.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

財務分析

利潤表

年結：12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	7,672	9,096	10,864	15,407	18,738
光伏玻璃銷售	5,562	6,767	8,613	12,865	15,956
太陽能發電業務	1,920	2,228	2,120	2,371	2,560
EPC 業務	189	101	131	171	222
銷售成本	(4,711)	(5,185)	(6,215)	(8,738)	(10,762)
毛利	2,960	3,912	4,649	6,669	7,976
其他收入	176	131	139	139	139
其他 (虧損) / 盈利淨額	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(271)	(282)	(383)	(539)	(663)
行政開支	(413)	(427)	(478)	(638)	(755)
息稅前收益	2,443	3,314	3,922	5,626	6,692
融資成本淨額	10	49	24	38	54
合資及聯營企業	(256)	(304)	(188)	(213)	(271)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,246	3,093	3,792	5,484	6,509
所得稅	(205)	(294)	(398)	(576)	(683)
少數股東權益	(179)	(382)	(401)	(421)	(442)
淨利潤	1,863	2,416	2,992	4,487	5,383

現金流量表

年結：12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	2,443	3,314	3,922	5,626	6,692
折舊和攤銷	707	807	979	1,217	1,384
運營資金變動	(255)	(1,818)	695	(27)	(124)
稅務開支	(237)	(245)	(383)	(570)	(677)
其他	(348)	161	(477)	(496)	(552)
經營活動所得現金淨額	2,310	2,218	4,736	5,750	6,722
資本開支	(2,248)	(2,642)	(3,087)	(2,955)	(2,940)
聯營公司	17	(12)	(349)	(421)	(442)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,230)	(2,655)	(3,436)	(3,376)	(3,383)
股份發行	(456)	2,087	-	-	-
淨借貸	837	(2,086)	994	880	584
股息	(1,095)	(761)	(1,397)	(1,795)	(2,369)
其他	(65)	2,771	401	421	442
融資活動所得現金淨額	(778)	2,011	(2)	(493)	(1,342)
現金增加淨額	(698)	1,574	1,299	1,881	1,997
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	3,520	5,400
匯兌	102	(137)	-	-	-
年末現金及現金等價物	784	2,221	3,520	5,400	7,397

資產負債表

年結：12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	17,089	18,930	21,307	23,437	25,435
物業、廠房及設備	15,804	16,711	19,722	21,447	22,992
預付租金	320	1,249	346	358	370
合資企業投資	433	404	798	1,219	1,662
其他非流動資產	532	566	441	413	411
流動資產	6,803	9,467	11,428	15,083	18,466
現金及現金等價物	784	2,221	3,520	5,400	7,397
應收賬款	4,154	5,437	5,293	6,527	7,457
存貨	430	410	646	965	1,197
關聯款項	4	6	-	-	-
其他流動資產	1,432	1,394	1,969	2,191	2,415
流動負債	6,737	5,249	6,801	8,878	10,377
應付帳款	2,780	2,220	3,498	5,214	6,471
關聯欠款	102	91	92	93	93
遞延稅項	48	102	107	113	118
借貸	3,773	2,804	3,071	3,423	3,657
其他流動負債	34	32	33	35	37
非流動負債	5,096	3,948	4,676	5,206	5,557
借貸	4,997	3,880	4,606	5,134	5,485
其他應付	89	57	58	58	59
遞延稅項	11	12	12	13	13
淨資產淨額	12,059	19,200	21,257	24,437	27,967
少數股東權益	1,625	4,396	4,798	5,219	5,661
股東權益	10,434	14,177	15,773	18,464	21,479

主要比率

年結：12/31	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	72.5	74.4	79.3	83.5	85.2
太陽能發電業務	25.0	24.5	19.5	15.4	13.7
EPC 業務	2.5	1.1	1.2	1.1	1.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.6	43.0	42.8	43.3	42.6
稅前利率	29.3	34.0	34.9	35.6	34.7
淨利潤率	24.3	26.6	27.5	29.1	28.7
有效稅率	9.1	9.5	10.5	10.5	10.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.0	1.8	1.7	1.7	1.8
速動比率 (x)	0.9	1.7	1.6	1.6	1.7
現金比率 (x)	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
平均應收周轉天數	197.9	192.4	180.2	140.0	136.2
平均存貨周轉天數	31.1	29.6	31.0	33.6	36.7
平均應付周轉天數	221.6	176.0	167.9	182.0	198.2
債務/股本比率 (%)	72.7	36.0	37.3	36.1	33.7
淨負債/股東權益比率 (%)	76.5	31.5	26.4	17.1	8.1
回報率 (%)					
股本回報率	17.9	17.0	19.0	24.3	25.1
資產回報率	7.8	8.5	9.1	11.6	12.3
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.37	0.56	0.67
每股股息 (港元)	0.12	0.14	0.18	0.27	0.32
每股淨值 (港元)	1.36	1.75	1.95	2.28	2.66

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。