

信義光能 (968 HK)

火熱需求推升光伏玻璃價格

我們上調了信義光能評級，由持有上調至買入，主要基於 1) 光伏玻璃價格展望顯著高於我們此前預期；2) 2020 年上半年，我們認為光伏玻璃供應增長有限，但組件需求火熱；3) 政府對於光伏玻璃行業潛在的產能擴張控制將有利於信義光能這樣的龍頭企業，因其具有最大的產能規模，同時還具備海外發展經驗。在公司主要股東配售 3.5 億股舊股之際上調評級似乎有違市場共識，但我們認為舊股配售或反而將帶來更好的買入時機。

- 舊股配售影響有限。**公司九位主要股東計劃以每股 5.125 元配售 3.5 億股現有股份，配售價較此前收盤價折讓 8.5%。主要股東配售股份行為不免令人回想 2019 年 5-6 月期間，這九位股東及信義玻璃 (868 HK) 也有同樣的股份出售行為，致使市場對於公司業務的潛在不確定性產生擔憂。基於 2019 年 9 月後連續多次光伏玻璃售價上調，我們認為信義光能在基本上以具備較強的素質以吸收此次配售所帶來的股價影響。據此，若股價因此出現顯著下跌，我們認為實屬較好的買入時點。
- 光伏玻璃價格受火熱需求推升。**信義光能股價自 2019 年 12 月起大幅上漲，主要受 11 月 29 日公司宣佈光伏玻璃售價自每平方米人民幣 27.9 元上漲至人民幣 28.9 元所致。強勁的銷售價格體現了光伏玻璃供應偏緊的局面，尤其是隨著國內光伏裝機訂單開始逐步湧現，同時在組價下跌的刺激下，海外光伏裝機增長維持較好增長。2020 年，我們預期全球新增光伏裝機同比增長 30.4%，而我們測算光伏玻璃有效產能增長將低於 19.7%，隱含供應偏緊的局面或將持續全年。我們認為信義光能將受益於供應緊張的局面，並隨著公司在 20 年二至三季度的產能釋放獲得較好收益。
- 盈利表現優秀，全年毛利可達 39.5%。**在目前每平方米人民幣 29 元基礎上，我們測算公司光伏玻璃銷售毛利率達 42%。由於公司年內將有新建產能投放，我們展望價格將在此基礎上組件逐漸下降，但 2020 年全年的銷售均價將維持強勁於人民幣 28.0 元/平方米。較好的售價將幫助公司獲得理想的銷售毛利，我們測算光伏玻璃 2020 年毛利為 39.5%。對 2021 年，我們亦將光伏玻璃銷售均價展望自人民幣 26 元/平方上調 5.8% 至人民幣 27.5 元/平方米。
- 評級上調至買入，目標價上調至 6.62 港元。**基於銷售均價及成本預期展望的調整，我們將 2019-21 年每股盈利預測自 0.28/0.31/0.42 港元分別上調 12.8%/34.9%/28.4% 至 0.31/0.42/0.57 港元。我們的 DCF 目標價因此上調 62.2% 自每股 4.08 港元上調至 6.62 港元。評級自持有上調至買入。

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 營業收入 (百萬港元) | 9,527 | 7,672 | 9,492 | 12,054 | 16,024 |
| 同比增長 (%) | 58.6 | (19.5) | 23.7 | 27.0 | 32.9 |
| 淨利潤 (百萬港元) | 2,332 | 1,863 | 2,500 | 3,417 | 4,569 |
| 每股盈利 (港元) | 0.33 | 0.25 | 0.31 | 0.42 | 0.57 |
| 每股盈利變動 (%) | 11 | (24) | 26 | 35 | 34 |
| 市盈率 (倍) | 16.9 | 22.1 | 17.5 | 13.0 | 9.7 |
| 市帳率 (倍) | 4.0 | 4.0 | 3.4 | 2.9 | 2.5 |
| 股息率 (%) | 2.7 | 2.2 | 2.7 | 3.7 | 4.9 |
| 權益收益率 (%) | 23.9 | 18.3 | 19.2 | 22.5 | 25.6 |
| 淨負債率 (%) | 64.7 | 76.5 | 35.1 | 48.9 | 33.2 |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (上調)

| | |
|---------|----------|
| 目標價 | HK\$6.62 |
| (此前目標價) | HK\$4.08 |
| 潛在升幅 | +19.5% |
| 當前股價 | HK\$5.54 |

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) | 44,774 |
| 3 月平均流通量(百萬港元) | 94.4 |
| 52 周內股價高/低(港元) | 6.00/2.72 |
| 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 | 1.1% | -5.4% |
| 3-月 | 14.3% | 4.2% |
| 6-月 | 47.1% | 49.4% |
| 12-月 | 96.4% | 79.2% |

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：PwC

- **盈利能力仍有提升空間。**根據卓創資訊信息，我們注意到信義光能在最近幾周開始提供更薄尺寸 2.0 毫米規格的光伏玻璃報價，公司是目前唯一一家提供 2.0 毫米產品報價的企業。管理層透露 2.0 毫米規格的產品在生產工藝控制過程具有更高的技術要求，在良率方面略低於傳統光伏玻璃產品。2.0 毫米規格玻璃產品的推出是為了迎合大尺寸矽片的應用，因為薄片化的玻璃規格有助於減輕組件的重量，更方面於屋頂安裝以及降低支架的成本。管理層認為該產品前景廣闊，將隨著大尺寸矽片組件的發展成為市場需求的主流。在盈利貢獻方面，我們認為 2.5/2.0 毫米光伏玻璃在目前階段具備較豐厚的利潤水平，因單噸的光伏玻璃產出可以分別生產出 160/200 平方米，而 3.2 毫米玻璃產出則為 125 平方米。產出量的提升將進一步攤薄材料和能源成本，而目前的銷售價格折讓幅度顯著低於成本攤薄所帶來的益處。根據我們測算所得，2.5/2.0 產品的滲透率增加將為公司的光伏玻璃業務帶來更好的毛利率表現，同時，公司在這兩款規格產品的供應上具有先發優勢，在定價方面享有先發溢價。
- **潛在的產能管控將有利於龍頭企業。**工信部近期對於水泥和玻璃行業產能置換辦法的解讀中納入了光伏玻璃，由此引發了市場對於中國政府收緊光伏玻璃產能擴張的擔憂。基於目前市場對於全球光伏裝機未來幾年維持 15-20% 年均增速的理解，我們認為由此收緊光伏玻璃產能擴張的可能性較低。倘若有關擔憂成真，我們認為產能控制將對信義光能有利，主要因為公司目前具備行業最大的產能，同時在 2020 年還有四條日熔量 1,000 噸已核准產線將投入運營。

財務分析

利潤表

| 年結: 12/31 (百萬港元) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 銷售收入 | 9,527 | 7,672 | 9,492 | 12,054 | 16,024 |
| 光伏玻璃銷售 | 5,746 | 5,562 | 7,079 | 9,437 | 12,816 |
| 太陽能發電業務 | 1,474 | 1,920 | 2,243 | 2,396 | 2,920 |
| EPC 業務 | 2,307 | 189 | 170 | 221 | 287 |
| 銷售成本 | (6,122) | (4,711) | (5,313) | (6,509) | (8,854) |
| 毛利 | 3,405 | 2,960 | 4,180 | 5,545 | 7,170 |
| 其他收入 | 181 | 176 | 155 | 155 | 155 |
| 其他(虧損)/盈利淨額 | 0 | (8) | (5) | (5) | (5) |
| 銷售及營銷開支 | (239) | (271) | (326) | (408) | (553) |
| 行政開支 | (433) | (413) | (474) | (559) | (714) |
| 息稅前收益 | 2,914 | 2,443 | 3,530 | 4,728 | 6,053 |
| 融資成本淨額 | 14 | 10 | 25 | 40 | 48 |
| 合資及聯營企業 | (179) | (256) | (276) | (320) | (366) |
| 額外其他 | - | - | - | - | - |
| 稅前利潤 | 2,789 | 2,246 | 3,323 | 4,492 | 5,778 |
| 所得稅 | (265) | (205) | (349) | (472) | (607) |
| 少數股東權益 | (192) | (179) | (474) | (603) | (603) |
| 淨利潤 | 2,332 | 1,863 | 2,500 | 3,417 | 4,569 |

現金流量表

| 年結: 12/31 (百萬港元) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息稅前收益 | 2,914 | 2,443 | 3,530 | 4,728 | 6,053 |
| 折舊和攤銷 | 551 | 707 | 836 | 1,012 | 1,258 |
| 運營資金變動 | (1,765) | (255) | (754) | (744) | 1,182 |
| 稅務開支 | (242) | (237) | (328) | (472) | (607) |
| 其他 | (160) | (348) | (584) | (840) | (878) |
| 經營活動所得現金淨額 | 1,298 | 2,310 | 2,700 | 3,685 | 7,009 |
| 資本開支 | (3,729) | (2,248) | (1,997) | (5,063) | (3,589) |
| 聯營公司 | (63) | 17 | (457) | (603) | (603) |
| 其他 | 1,302 | - | - | - | - |
| 投資活動所得現金淨額 | (2,490) | (2,230) | (2,454) | (5,666) | (4,192) |
| 股份發行 | 2,572 | (456) | 1,200 | - | - |
| 淨借貸 | 1,267 | 837 | 989 | 2,017 | 1,071 |
| 股息 | (999) | (1,095) | (922) | (1,420) | (1,917) |
| 其他 | (1,137) | (65) | 2,924 | 603 | 603 |
| 融資活動所得現金淨額 | 1,703 | (778) | 4,191 | 1,200 | (243) |
| 現金增加淨額 | 511 | (698) | 4,437 | (781) | 2,574 |
| 年初現金及現金等價物 | 843 | 1,381 | 682 | 5,119 | 4,338 |
| 匯兌 | 26 | - | - | - | - |
| 年末現金及現金等價物 | 1,381 | 682 | 5,119 | 4,338 | 6,912 |

資產負債表

| 年結: 12/31 (百萬港元) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流動資產 | 15,301 | 17,089 | 18,518 | 23,402 | 26,226 |
| 物業、廠房及設備 | 14,240 | 15,804 | 16,953 | 20,991 | 23,310 |
| 預付租金 | 344 | 320 | 333 | 346 | 358 |
| 合資企業投資 | 453 | 433 | 894 | 1,497 | 2,100 |
| 其他非流動資產 | 264 | 532 | 339 | 568 | 458 |
| 流動資產 | 7,467 | 6,803 | 12,049 | 12,746 | 15,626 |
| 現金及現金等價物 | 1,381 | 784 | 5,119 | 4,338 | 6,912 |
| 應收賬款 | 4,167 | 4,154 | 4,685 | 5,632 | 5,459 |
| 存貨 | 374 | 430 | 531 | 708 | 961 |
| 關聯款項 | - | 4 | - | - | - |
| 其他流動資產 | 1,545 | 1,432 | 1,715 | 2,068 | 2,294 |
| 流動負債 | 6,241 | 6,737 | 5,905 | 7,474 | 9,173 |
| 應付帳款 | 2,941 | 2,780 | 2,900 | 3,863 | 5,241 |
| 關聯欠款 | 67 | 102 | 18 | 18 | 18 |
| 遞延稅項 | 88 | 48 | 60 | 60 | 60 |
| 借貸 | 3,145 | 3,773 | 2,927 | 3,533 | 3,854 |
| 其他流動負債 | - | 34 | - | - | - |
| 非流動負債 | 4,846 | 5,096 | 6,902 | 8,314 | 9,063 |
| 借貸 | 4,787 | 4,997 | 6,831 | 8,243 | 8,992 |
| 其他應付 | 59 | 89 | 54 | 54 | 54 |
| 遞延稅項 | - | 11 | 17 | 17 | 17 |
| 淨資產淨額 | 11,680 | 12,059 | 17,761 | 20,361 | 23,616 |
| 少數股東權益 | 1,559 | 1,625 | 4,549 | 5,152 | 5,755 |
| 股東權益 | 10,121 | 10,434 | 13,212 | 15,209 | 17,861 |

主要比率

| 年結: 12/31 | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 光伏玻璃銷售 | 60.3 | 72.5 | 74.6 | 78.3 | 80.0 |
| 太陽能發電業務 | 15.5 | 25.0 | 23.6 | 19.9 | 18.2 |
| EPC 業務 | 24.2 | 2.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 合計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 35.7 | 38.6 | 44.0 | 46.0 | 44.7 |
| 稅前利率 | 29.3 | 29.3 | 35.0 | 37.3 | 36.1 |
| 淨利潤率 | 24.5 | 24.3 | 26.3 | 28.3 | 28.5 |
| 有效稅率 | 9.5 | 9.1 | 10.5 | 10.5 | 10.5 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率(x) | 1.2 | 1.0 | 2.0 | 1.7 | 1.7 |
| 速動比率(x) | 1.1 | 0.9 | 2.0 | 1.6 | 1.6 |
| 現金比率(x) | 0.2 | 0.1 | 0.9 | 0.6 | 0.8 |
| 平均應收周轉天數 | 118.5 | 197.9 | 169.9 | 156.2 | 126.3 |
| 平均存貨周轉天數 | 19.7 | 31.1 | 33.0 | 34.7 | 34.4 |
| 平均應付周轉天數 | 163.3 | 221.6 | 195.1 | 189.6 | 187.7 |
| 債務/股本比率(%) | 67.9 | 72.7 | 54.9 | 57.8 | 54.4 |
| 淨負債/股東權益比率(%) | 64.7 | 76.5 | 35.1 | 48.9 | 33.2 |
| 回報率(%) | | | | | |
| 股本回報率 | 23.0 | 17.9 | 18.9 | 22.5 | 25.6 |
| 資產回報率 | 10.2 | 7.8 | 8.2 | 9.5 | 10.9 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(港元) | 0.33 | 0.25 | 0.31 | 0.42 | 0.57 |
| 每股股息(港元) | 0.15 | 0.12 | 0.15 | 0.20 | 0.27 |
| 每股淨值(港元) | 1.36 | 1.36 | 1.63 | 1.88 | 2.21 |

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年證券交易法規則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。