

# 信義光能 (968 HK)

## 上半年光伏玻璃帶來表現閃耀表現

信義光能發佈了優秀的上半年業績。淨利潤同比增長 47.6% 至 14.06 億港元。優秀的業績主要受 1) 光伏玻璃銷量增長; 2) 在純鹼和天然氣有顯著的成本節約; 以及更重要的 3) 較高毛利的薄玻璃出貨佔比提升。我們認為公司卓越的表現將在下半年持續, 主要受中國及海外光伏裝機持續釋放, 成本結構穩定, 以及雙玻組件的滲透率持續增加所驅動。我們將 2020-22 年的盈利預測分別上調 8.9%/3.0%/10.0%。我們的 DCF 估值滾動至 2021 年, 目標價上調 58.5% 至每股 10 港元, 維持買入評級。

■ 上半年業績驚豔。收入同比增長 15.7% 至 46.23 億港元, 主要受光伏玻璃銷售同比增長 19.3% 至 34.88 億港元所帶動。毛利同比增長 43.8% 至 21.89 億港元。期內, 公司的開支維持良好控制, 行政開支及財務開支同比分別降低了 5.3%/25.3%。淨利潤及每股盈利分別為 14.06 億港元及 17.4 港仙, 同比分別增長 47.6%/44.1%。公司宣佈派發中期業績股息每股 8.5 港仙, 對應上半年每股盈利股息派發率為 48.9%。

■ 光伏玻璃板塊是主要驅動力。信義光能在上半年受疫情影響的背景下實現了優秀的光伏玻璃銷售表現。管理層將業績增長歸因於 1) 純鹼及天然氣成本分別實現約 10% 左右的而成本降幅; 2) 同比實現較高的銷售均價; 以及 3) 雙玻元件受市場追捧, 公司的 2.0mm 光伏玻璃出貨比重增加。光伏玻璃業務板塊的毛利率也隨之擴張 11.6 百分點至 38.9%。我們測算材料和能源成本節約對毛利擴張貢獻 4.5 百分點, 而其餘的主要部分則來自於產品銷售結構調整帶來的毛利擴張。下半年, 我們預期公司薄片化玻璃的出貨比重將從約 25% 上升至 35%, 在此預期我們認為公司光伏玻璃業務板塊強勁的表現將獲得持續。

■ 蕪湖產能投放推延至 2021 年。公司 6 月份在廣西北海投運日容量千噸產線, 同時計畫在 8 月新增另外一條北海產線。對於蕪湖的新建產能, 受公司對於產線設計的調整以配合行業元件需求大型化以及近期安徽連續降雨導致施工遭遇部分延誤, 公司將蕪湖產線的投放延期至 2021 年。在 2021-22 年, 公司計畫每個季度新增 1 條千噸產線以滿足日益增長的下游需求。

■ 目標價上調 58.5% 至每股 10 港元, 維持買入。我們將 20-22 年盈利預測分別上調 8.9%/3.0%/10.0% 以反映公司在光伏玻璃板塊隨著產品組合的調整帶來的卓越的盈利能力。我們對於公司的 DCF 目標價上調 58.5% 至每股 10 港元, 對應 2020/21 年預測市盈率 24.2 倍/17.6 倍。目前光伏行業正隨下游需求持續擴張正處於上升週期之中。我們認為對公司的目標估值可獲支撐。維持對信義光能買入評級。

### 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	10,840	13,626	17,891
淨利潤 (百萬港元)	1,863	2,416	3,257	4,622	5,924
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.40	0.57	0.72
每股盈利變動 (%)	(24)	22	32	41	28
市場平均盈利預期 (港元)	N/A	N/A	0.38	0.50	0.63
市盈率 (倍)	33.7	27.6	20.9	14.8	11.5
市帳率 (倍)	6.1	4.8	4.3	3.7	3.1
股息率 (%)	1.5	1.7	2.3	3.2	4.2
權益收益率 (%)	18.3	17.3	20.5	24.7	26.8
淨負債率 (%)	76.5	35.9	38.6	26.3	16.0

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\$10.00
(此前目標價)	HK\$6.31)
潛在升幅	+19.5%
當前股價	HK\$8.37

### 中國光伏行業

#### 蕭小川

(852) 3900 1234

robinxiao@cmbi.com.hk

### 公司資料

市值(百萬港元)	68,382
3 月平均流通量(百萬港元)	183
52 周內股價高/低(港元)	8.88/3.72
總股本(百萬)	8,165

資料來源: 彭博

### 股東結構

信義集團 (玻璃)	24.4%
李賢義及一致行動人	32.1%
流通股	43.5%

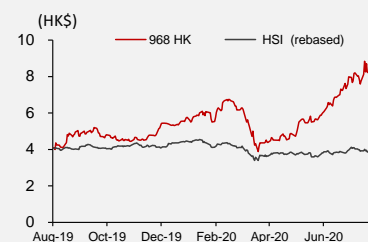
資料來源: 港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.9%	8.8%
3-月	71.5%	72.8%
6-月	51.4%	63.1%
12-月	96.9%	116.8%

資料來源: 彭博

### 股份表現



資料來源: 彭博

### 審計師: 普華永道

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址, 投下您對招銀國際研究團隊信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

## 財務分析

### 利潤表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>7,672</b>	<b>9,096</b>	<b>10,840</b>	<b>13,626</b>	<b>17,891</b>
光伏玻璃銷售	5,562	6,767	8,589	11,085	15,109
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
<b>銷售成本</b>	<b>(4,711)</b>	<b>(5,185)</b>	<b>(5,846)</b>	<b>(6,877)</b>	<b>(9,334)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,960</b>	<b>3,912</b>	<b>4,994</b>	<b>6,750</b>	<b>8,557</b>
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)	(389)	(478)	(657)
行政開支	(413)	(427)	(477)	(578)	(727)
<b>息稅前收益</b>	<b>2,443</b>	<b>3,314</b>	<b>4,262</b>	<b>5,828</b>	<b>7,308</b>
融資成本淨額	10	49	15	19	36
合資及聯營企業	(256)	(304)	(223)	(245)	(264)
額外其他	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,246</b>	<b>3,093</b>	<b>4,088</b>	<b>5,635</b>	<b>7,113</b>
所得稅	(205)	(294)	(429)	(592)	(747)
少數股東權益	(179)	(382)	(401)	(421)	(442)
<b>淨利潤</b>	<b>1,863</b>	<b>2,416</b>	<b>3,257</b>	<b>4,622</b>	<b>5,924</b>

### 現金流量表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>息稅前收益</b>	<b>2,443</b>	<b>3,314</b>	<b>4,262</b>	<b>5,828</b>	<b>7,308</b>
折舊和攤銷	707	795	944	1,140	1,376
運營資金變動	(255)	(1,818)	(611)	415	(789)
稅務開支	(237)	(281)	(422)	(590)	(745)
其他	(348)	(427)	(606)	(638)	(662)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>2,310</b>	<b>1,583</b>	<b>3,567</b>	<b>6,155</b>	<b>6,487</b>
資本開支	(2,248)	(1,382)	(4,212)	(3,435)	(3,020)
聯營公司	17	23	-	-	-
其他	(805)	(904)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(3,035)</b>	<b>(2,262)</b>	<b>(4,212)</b>	<b>(3,435)</b>	<b>(3,020)</b>
股份發行	(456)	2,087	-	-	-
淨借貸	837	(2,086)	805	647	562
股息	(1,095)	(761)	(1,460)	(1,891)	(2,531)
其他	888	2,887	401	421	442
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>174</b>	<b>2,127</b>	<b>(254)</b>	<b>(823)</b>	<b>(1,527)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(551)</b>	<b>1,447</b>	<b>(899)</b>	<b>1,897</b>	<b>1,940</b>
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	1,322	3,220
匯兌	(46)	(10)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>784</b>	<b>2,221</b>	<b>1,322</b>	<b>3,220</b>	<b>5,160</b>

### 資產負債表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>17,089</b>	<b>18,930</b>	<b>22,363</b>	<b>24,645</b>	<b>26,316</b>
物業、廠房及設備	15,804	16,711	19,979	22,274	23,919
預付租金	320	-	-	-	-
合資企業投資	433	404	404	404	404
其他非流動資產	532	1,815	1,979	1,966	1,993
<b>流動資產</b>	<b>6,803</b>	<b>9,467</b>	<b>9,914</b>	<b>12,361</b>	<b>16,558</b>
現金及現金等價物	784	2,221	1,322	3,220	5,160
應收賬款	4,154	5,437	6,058	6,222	7,991
存貨	430	410	558	721	982
關聯款項	4	6	-	-	-
其他流動資產	1,432	1,394	1,976	2,200	2,426
<b>流動負債</b>	<b>6,737</b>	<b>5,834</b>	<b>6,898</b>	<b>8,083</b>	<b>9,776</b>
應付帳款	2,780	2,220	3,052	3,939	5,366
關聯欠款	102	91	91	91	91
遞延稅項	48	102	104	106	109
借貸	3,773	3,389	3,616	3,912	4,176
其他流動負債	34	32	35	35	35
<b>非流動負債</b>	<b>5,096</b>	<b>3,989</b>	<b>4,608</b>	<b>4,999</b>	<b>5,338</b>
借貸	4,997	3,921	4,536	4,927	5,267
其他應付	89	57	54	54	54
遞延稅項	11	12	17	17	17
<b>淨資產淨額</b>	<b>12,059</b>	<b>18,573</b>	<b>20,771</b>	<b>23,924</b>	<b>27,759</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>1,625</b>	<b>4,396</b>	<b>4,798</b>	<b>5,219</b>	<b>5,661</b>
<b>股東權益</b>	<b>10,434</b>	<b>14,177</b>	<b>15,974</b>	<b>18,705</b>	<b>22,098</b>

### 主要比率

年結: 12/31	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合 (%)</b>					
光伏玻璃銷售	72.5	74.4	79.2	81.3	84.5
太陽能發電業務	25.0	24.5	19.6	17.4	14.3
EPC 業務	2.5	1.1	1.2	1.3	1.2
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	38.6	43.0	46.1	49.5	47.8
稅前利率	29.3	34.0	37.7	41.4	39.8
淨利潤率	24.3	26.6	30.0	33.9	33.1
有效稅率	9.1	9.5	10.5	10.5	10.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.0	1.6	1.4	1.5	1.7
速動比率(x)	0.9	1.6	1.4	1.4	1.6
現金比率(x)	0.1	0.4	0.2	0.4	0.5
平均應收周轉天數	197.9	192.4	193.5	164.5	145.0
平均存貨周轉天數	31.1	29.6	30.2	33.9	33.3
平均應付周轉天數	221.6	176.0	164.6	185.5	181.9
債務/股本比率(%)	72.7	39.4	36.0	34.0	31.3
淨負債/股東權益比率(%)	76.5	35.9	38.6	26.3	16.0
<b>回報率(%)</b>					
股本回報率	17.9	17.0	20.4	24.7	26.8
資產回報率	7.8	8.5	10.1	12.5	13.8
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	0.25	0.30	0.41	0.57	0.72
每股股息(港元)	0.12	0.14	0.20	0.27	0.35
每股淨值(港元)	1.36	1.85	1.98	2.29	2.70

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。