

信义光能 (968 HK)

玻璃价格再次上涨，进一步推升 20/21 年盈利

光伏玻璃价格在 9 月末再度上调 16-24%，体现出光伏下游组件端的强劲需求。我们认为当前光伏玻璃的供应非常紧张，部分较小的厂商提出更高的报价仍然获得市场订单支持。基于目前的光伏玻璃日熔量，我们测算目前的光伏玻璃供应对于月等效产能 13.4GW 以及年化 161GW。根据新产能释放规划，4 季度并无有效新增产能投放，而最早的有效供应增要到 21 年的 1 月底，且供应增长或比较温和。我们将 2020/2021 年的光伏玻璃销售均价分别上调 4.6%/8.7%，销售价格上涨将提升我们对于公司的盈利预测分别 14.0%/23.4% 至 38.51/60.58 亿港元。我们对公司的 DCF 目标价上调 32.5% 至 15.50 港元。维持买入评级。

■ **光伏玻璃价格再度上调 4-6 元/平方米。** 市场主流的 3.2 毫米光伏玻璃价格目前已涨至人民币 35-37 元/平方米，而 2.5/2.0 毫米产品亦分别上涨至人民币 31/28 元/平方米。价格调整对应 9 月份上一次涨价各类产品涨幅约 16-24%。价格上涨主要是受下游火热的光伏组件需求所驱动，而光伏玻璃的主要材料成本在 9 月份大致维持稳定。

■ **受强需求驱动，2021 年价格有望维持高企。** 我们预期信义光能的光伏玻璃毛利水平将在 4 季度继续攀升至 50% 以上水平，我们同时预判超乎寻常的盈利水平将在 2021 年大部分时间获得支持。根据卓创资讯数据，目前有 47 座窑炉合共 28,060 吨光伏玻璃日熔量产能在运，据我们测算等效产能可供 161GW 年化需求。结合各大主要厂商的扩产计划安排，若需求增速高于 15%，我们判断有效产能供应将在 2021 年前 9 个月维持偏紧张状态。我们预期较高的光伏玻璃价格将至少在 2021 年上半年获得支持。

■ **2020/21 年盈利分别上调 14.0%/23.4%。** 基于本轮的价格上调，我们将公司 2020/21 年光伏玻璃销售均价分别上调 4.6%/8.7%，较高的光伏玻璃销售价格将使公司光伏玻璃销售毛利率分别提升至 44.8%/52.1%。我们的盈利预测也据此分别上调 14.0%/23.4% 至 38.51/60.58 亿港元。我们对公司 2020-22 年的每股盈利预测较一直市场预期分别高 13.6%/33.0%/27.4%。

■ **上调 DCF 目标价 32.5% 至每股 15.50 港元，维持买入。** 我们对公司的目标价对应 2020/21 年预测市盈率分别为 32.7/21.8 倍。在目前光伏行业处于景气上行周期，对比行业估值 25-30 倍前瞻市盈率水平，我们认为对公司的目标估值水平处于合理估值范围。基于目前较强的基本面支持，我们信义光能较强的股价动能仍将获得持续。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	7,672	9,096	11,461	15,410	19,349
同比增长 (%)	(19.5)	18.6	26.0	34.5	25.6
净利润(百万港元)	1,863	2,416	3,851	6,058	6,848
每股盈利(港元)	0.25	0.30	0.47	0.71	0.80
每股盈利变动 (%)	(24)	22	56	50	13
市场平均盈利预期(港元)	N/A	N/A	0.41	0.54	0.63
市盈率(倍)	53.2	43.7	28.0	18.6	16.5
市帐率(倍)	9.7	7.5	5.9	4.9	4.2
股息率 (%)	0.9	1.1	1.7	2.6	2.9
权益收益率 (%)	18.3	17.3	21.1	26.6	25.8
净负债率 (%)	76.5	40.3	19.1	7.8	1.2

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$15.50
(此前目标价)	HK\$11.70
潜在升幅	+17.1%
当前股价	HK\$13.24

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	112,657
3 月平均流通量(百万港元)	320
52 周内股价高/低(港元)	13.36/3.72
总股本(百万)	8,509

资料来源：彭博

股东结构

信义集团(玻璃)	24.4%
李贤义及一致行动人	32.1%
流通股	43.5%

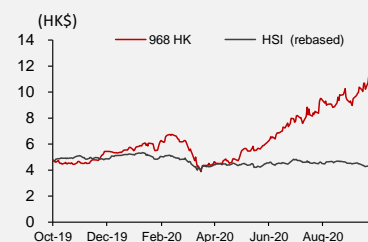
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	40.8%	45.0%
3-月	66.8%	83.2%
6-月	196.0%	193.1%
12-月	175.7%	196.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	7,672	9,096	11,461	15,410	19,349
光伏玻璃銷售	5,562	6,767	9,179	12,856	16,516
太陽能發電業務	1,920	2,228	2,150	2,383	2,611
EPC 業務	189	101	131	171	222
銷售成本	(4,711)	(5,185)	(5,775)	(6,967)	(9,625)
毛利	2,960	3,912	5,686	8,443	9,723
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)	(491)	(699)
行政開支	(413)	(427)	(498)	(638)	(776)
息稅前收益	2,443	3,314	4,933	7,448	8,382
融資成本淨額	10	49	29	50	71
合資及聯營企業	(256)	(304)	(223)	(246)	(266)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,246	3,093	4,772	7,286	8,221
所得稅	(205)	(294)	(501)	(765)	(863)
少數股東權益	(179)	(382)	(420)	(462)	(509)
淨利潤	1,863	2,416	3,851	6,058	6,849

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	4,933	7,448	8,382
折舊和攤銷	707	795	944	1,139	1,412
運營資金變動	(255)	(1,818)	(620)	366	(863)
稅務開支	(237)	(281)	(494)	(763)	(861)
其他	(348)	(427)	(612)	(650)	(697)
經營活動所得現金淨額	2,310	1,583	4,152	7,539	7,373
資本開支	(2,248)	(1,382)	(4,187)	(3,698)	(3,281)
聯營公司	17	23	-	-	-
其他	(805)	(904)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,035)	(2,262)	(4,187)	(3,698)	(3,281)
股份發行	(456)	2,087	2,683	-	-
淨借貸	837	(2,086)	800	700	614
股息	(1,095)	(761)	(1,603)	(2,378)	(3,097)
其他	888	2,887	420	462	509
融資活動所得現金淨額	174	2,127	2,300	(1,216)	(1,975)
現金增加淨額	(551)	1,447	2,265	2,626	2,118
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	4,487	7,112
匯兌	(46)	(10)	-	-	-
年末現金及現金等價物	784	2,221	4,487	7,112	9,230

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	22,335	24,909	26,805
物業、廠房及設備	15,804	16,711	19,954	22,513	24,382
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	1,977	1,993	2,019
流動資產	6,803	9,467	13,297	16,906	21,227
現金及現金等價物	784	2,221	4,487	7,112	9,230
應收賬款	4,154	5,437	6,238	6,716	8,411
存貨	430	410	597	836	1,074
關聯款項	4	6	-	-	-
其他流動資產	1,432	1,394	1,976	2,243	2,512
流動負債	6,737	5,834	7,103	8,723	10,308
應付帳款	2,780	2,220	3,259	4,559	5,858
關聯欠款	102	91	91	91	91
遞延稅項	48	102	104	106	109
借貸	3,773	3,389	3,614	3,931	4,216
其他流動負債	34	32	35	35	35
非流動負債	5,096	3,989	4,605	5,027	5,398
借貸	4,997	3,921	4,533	4,956	5,327
其他應付	89	57	54	54	54
遞延稅項	11	12	17	17	17
淨資產淨額	12,059	18,573	23,924	28,066	32,325
少數股東權益	1,625	4,396	4,817	5,279	5,788
股東權益	10,434	14,177	19,107	22,787	26,537

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	80.1	83.4	85.4
太陽能發電業務	25.0	24.5	18.8	15.5	13.5
EPC 業務	2.5	1.1	1.1	1.1	1.1
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	49.6	54.8	50.3
稅前利率	29.3	34.0	41.6	47.3	42.5
淨利潤率	24.3	26.6	33.6	39.3	35.4
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	1.6	1.9	1.9	2.1
速動比率(x)	0.9	1.6	1.8	1.8	2.0
現金比率(x)	0.1	0.4	0.6	0.8	0.9
平均應收周轉天數	197.9	192.4	185.9	153.4	142.7
平均存貨周轉天數	31.1	29.6	31.8	37.5	36.2
平均應付周轉天數	221.6	176.0	173.1	204.8	197.5
債務/股本比率(%)	72.7	42.7	34.1	31.7	29.5
淨負債/股東權益比率(%)	76.5	40.3	19.2	7.8	1.2
回報率(%)					
股本回報率	17.9	17.0	20.2	26.6	25.8
資產回報率	7.8	8.5	10.8	14.5	14.3
每股數據					
每股盈利(港元)	0.25	0.30	0.47	0.72	0.81
每股股息(港元)	0.12	0.14	0.22	0.34	0.39
每股淨值(港元)	1.36	1.85	2.36	2.70	3.14

资料来源: 公司及招銀國際證券預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。