

信義光能 (968 HK)

價格戰正在醞釀

信義光能 2020 財年實現淨利潤 45.61 億港元，同比增長 88.7%，接近盈利預喜指引值的上線，並符合市場預期。管理層指引顯示產能擴張節奏加速，2021 年有效日熔量增長將達 41.3%。然而，隨著市場上新增產能日益擴張，我們預料光伏玻璃價格戰正在醞釀，而這將會對公司及行業的估值形成抑制。展望 2021 年，在光伏玻璃銷量和價格均有增長的支援下，我們預測公司盈利同比增長 87.3%。目前公司的前瞻市盈率 17.6 倍，我們認為較高的盈利增長預期已體現在股價之中。我們對 2021/22 年盈利預測分別調整 +7.1%/-0.5% 至 85.43 億/91.12 億港元，維持目標價 18.80 港元不變。下調至持有評級。

- 2020 年淨利潤同比增長 88.7%。**公司年內實現收入同比增長 35.4%，主要受光伏玻璃銷量及價格提升所驅動。我們測算光伏玻璃銷售面積同比增加 40.4%，同時銷售均價同比增長 8.6%。主要的開支則維持良好控制，公司 2020 年財務成本同比下降 37.1%。淨利潤錄得 45.61 億港元，同比增長 88.7%，符合市場一致預期。公司宣佈派發末期股息每股 17 港仙，維持股息分派率 46%。
- 頂級盈利能力。**光伏玻璃毛利率同比增長 16.9 個百分點至 49.0%，體現公司卓越的成本控制能力。公司始終引領行業潮流領導新的玻璃產品供應市場，隨著雙玻元件和大尺寸元件滲透率逐步提升，我們認為公司的優勢地位將進一步獲得鞏固。展望 2021 年，我們預測銷售均價將同比增加 7.1%，將支持光伏玻璃毛利率進一步擴張至 54.4%。
- 加速產能擴張步伐。**管理層指引 2021 年新建產能將加速投放，帶來全年有效日熔量同比增長 41.3%。有鑒於光伏玻璃供應偏緊的局面，公司將產能擴張的節奏從每季度投產 1,000 噸產線調整為 1 月/3 月各投產一條，其餘兩條產線將在年中投運。基於產能擴張節奏變化，我們測算公司 2021 年的光伏玻璃銷售面積將同比增加 51.6%。公司還計畫在 2022 年新增 4x1,000 噸產線，並另有 12x1,000 噸產能計畫在 2023 年以後逐步投運。
- 價格戰正在醞釀。**管理層預期光伏玻璃價格將自目前異常高位回歸理性。在 3 月份，光伏玻璃的價格已溫和下跌約 4.8%（3.2 毫米玻璃價格自人民幣 42 平方米下調至人民幣 40 元/平方米）。管理層認為玻璃年內價格或有可能跌破人民幣 30 元/平方米，隱含年內玻璃價格或將仍有 25% 的潛在下調空間。對於 2022 年的價格展望，由於有更多的新增產能投放市場，管理層認為價格競爭將變得更加激烈。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬港元)	9,096	12,316	20,090	23,244	29,383
同比增長 (%)	18.6	35.4	63.1	15.7	26.4
淨利潤 (百萬港元)	2,416	4,561	8,543	9,112	11,653
每股盈利 (港元)	0.30	0.55	0.97	1.03	1.32
每股盈利變動 (%)	22	83	75	7	28
市場平均盈利預期 (港元)	N/A	N/A	0.768	0.861	1.155
市盈率 (倍)	56.3	30.8	17.6	16.5	12.9
市帳率 (倍)	9.7	5.7	4.8	4.1	3.5
股息率 (%)	0.8	1.5	2.7	2.9	3.7
權益收益率 (%)	17.3	18.4	27.1	25.0	27.1
淨負債率 (%)	40.3	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

持有 (下調)

目標價	HK\$18.80
(此前目標價)	HK\$18.80)
潛在升幅	+10.2%
當前股價	HK\$17.06

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	150,286
3 月平均流通量(百萬港元)	1,065
52 周內股價高/低(港元)	24.8/3.63
總股本(百萬)	8,809

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%

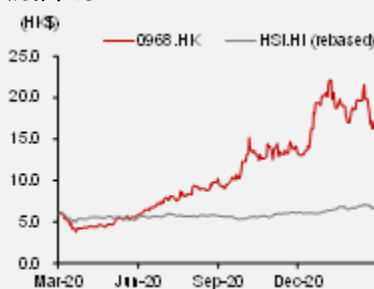
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.1%	-7.7%
3-月	27.3%	14.7%
6-月	66.3%	41.8%
12-月	183.5%	153.1%

資料來源：萬得資訊

股份表現



資料來源：萬得資訊

審計師：普華永道

- **估值水準或受價格預期所抑制。**基於管理層的指引更新，我們將2021/22年盈利預測分別調整+7.1%/-0.5%至85.43/91.12億港元。我們的預測體現2021年每股盈利增長75%。然而，有鑒於較為不確定的光伏玻璃價格展望，我們認為公司的估值水準將會受抑制。公司目前估值為2021年預測市盈率的17.6倍，我們相信公司目前的估值水準已大致體現未來的盈利增長潛力。我們對公司的目標價維持每股18.80港元不變，對應2021年預測市盈率19.4倍。下調至持有評級。
- **主要風險：**1) 上行風險，十四五行業政策支持力度超出預期；2) 下行風險：光伏玻璃價格下跌速度快於預期。

財務分析

利潤表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	9,096	12,316	20,090	23,244	29,383
光伏玻璃銷售	6,767	9,992	17,346	20,228	26,128
太陽能發電業務	2,228	2,324	2,744	3,016	3,255
EPC業務	101	-	-	-	-
銷售成本	(5,185)	(5,732)	(8,666)	(11,086)	(13,936)
毛利	3,912	6,584	11,424	12,158	15,446
其他收入	131	191	189	189	189
其他(虧損)/盈利淨額	(5)	(51)	(5)	(5)	(5)
銷售及行銷開支	(282)	(317)	(518)	(671)	(857)
行政開支	(427)	(548)	(744)	(851)	(1,058)
息稅前收益	3,314	5,853	10,347	10,821	13,716
融資成本淨額	49	61	81	96	131
合資及聯營企業	(304)	(191)	(124)	(153)	(184)
利潤分享	33	36	41	43	45
稅前利潤	3,093	5,758	10,344	10,806	13,708
所得稅	(294)	(735)	(1,293)	(1,135)	(1,439)
少數股東權益	(382)	(462)	(509)	(559)	(615)
淨利潤	2,416	4,561	8,543	9,112	11,653

現金流量表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	3,314	5,853	10,347	10,821	13,716
折舊和攤銷	795	855	1,136	1,366	1,643
運營資金變動	(1,818)	(2,208)	(1,767)	(973)	(1,048)
稅務開支	(281)	(502)	(1,446)	(1,128)	(1,432)
其他	(427)	(503)	(678)	(767)	(850)
經營活動所得現金淨額	1,583	3,496	7,592	9,318	12,029
資本開支	(1,382)	(4,551)	(4,586)	(3,172)	(2,819)
聯營公司	23	(45)	(18)	-	-
其他	(904)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,262)	(4,596)	(4,605)	(3,172)	(2,819)
股份發行	2,091	9,165	-	-	-
淨借貸	(2,086)	(570)	467	590	517
股息	(765)	(1,381)	(3,548)	(4,237)	(4,984)
其他	2,887	1,106	509	559	615
融資活動所得現金淨額	2,127	8,321	(2,572)	(3,088)	(3,851)
現金增加淨額	1,447	7,221	415	3,059	5,358
年初現金及現金等價物	784	2,221	9,291	9,707	12,765
匯兌	(10)	(151)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,221	9,291	9,707	12,765	18,123

資產負債表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	18,930	23,545	27,599	29,264	30,647
物業、廠房及設備	16,711	20,406	23,857	25,663	26,839
預付租金	-	-	-	-	-
合資企業投資	404	435	453	453	453
其他非流動資產	1,815	2,704	3,289	3,148	3,355
流動資產	9,467	19,878	23,536	28,818	37,068
現金及現金等價物	2,221	9,291	9,707	12,765	18,123
應收賬款	5,437	8,136	10,744	12,731	15,155
存貨	410	728	1,214	1,416	1,829
關聯款項	6	1	-	-	-
其他流動資產	1,394	1,722	1,870	1,906	1,961
流動負債	5,834	8,323	9,275	10,427	12,459
應付帳款	2,220	3,378	5,204	6,068	7,838
關聯欠款	91	167	167	167	167
遞延稅項	102	540	551	562	574
借貸	3,389	4,057	3,317	3,595	3,845
其他流動負債	32	181	35	35	35
非流動負債	3,989	3,076	4,332	4,693	5,009
借貸	3,921	2,752	4,000	4,357	4,670
其他應付	57	312	315	318	322
遞延稅項	12	12	17	17	17
淨資產淨額	18,573	32,025	37,528	42,962	50,247
少數股東權益	4,396	5,503	6,011	6,571	7,186
股東權益	14,177	26,522	31,517	36,392	43,061

主要比率

年結: 12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	74.4	81.1	86.3	87.0	88.9
太陽能發電業務	24.5	18.9	13.7	13.0	11.1
EPC業務	1.1	-	-	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.0	53.5	56.9	52.3	52.6
稅前利率	34.0	46.8	51.5	46.5	46.7
淨利潤率	26.6	37.0	42.5	39.2	39.7
有效稅率	9.5	12.8	12.5	10.5	10.5
資產負債比率					
流動比率(x)	1.6	2.4	2.5	2.8	3.0
速動比率(x)	1.6	2.3	2.4	2.6	2.8
現金比率(x)	0.4	1.1	1.0	1.2	1.5
平均應收周轉天數	192.4	201.1	171.5	184.3	173.2
平均存貨周轉天數	29.6	36.3	40.9	43.3	42.5
平均應付周轉天數	176.0	178.2	180.7	185.6	182.1
債務/股本比率(%)	42.7	23.4	19.5	18.5	16.9
淨負債/股東權益比率(%)	40.3	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
股本回報率	17.0	17.2	27.1	25.0	27.1
資產回報率	8.5	10.5	16.7	15.7	17.2
每股數據					
每股盈利(港元)	0.30	0.55	0.97	1.03	1.32
每股股息(港元)	0.14	0.26	0.47	0.50	0.63
每股淨值(港元)	1.85	3.28	3.58	4.13	4.89

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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為制的報告。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。