

信義光能 (968 HK)

2020年盈利將同比上升75%-95%

信義光能發佈盈喜，指引2020年盈利將同比上升75%-95%。強勁的盈利增長主要受三個方面因素驅動，分別為1) 光伏玻璃銷售均價高於預期，2) 光伏玻璃產出及銷售增長，以及3) 產品結構改善。我們將2020年盈利預測上調14.7%，主要受全年光伏玻璃均價展望上調5.1%所致。展望2021年，我們預測光伏玻璃全年均價同比將提升12.7%，將繼續支持公司優異的盈利表現。我們將公司2021/22年盈利展望分別上調26.4%/33.2%至79.57/91.49億港元。我們對公司的DCF目標價也因此提升21.3%至18.80港元。重申買入評級。

- **正面盈利預喜。**信義光能在12月15日收盤後發佈盈喜。公司基於2020年前11月表現，預期全年淨利潤將同比增長75-95%。公司將強勁的盈利增長歸因於兩個方面，分別是光伏玻璃銷售量增長，以及下半年光伏玻璃價格提升。公司的盈利指引顯著超出市場一致預測。
- **盈利展望超預期主要來源於產品結構優化。**我們測算2.0毫米光伏玻璃產品佔公司總體出貨比重約35%，並認為薄片化玻璃滲透率的大幅提升是驅使公司盈利大幅增加的主要原因。我們測算2020年光伏玻璃業務部門的毛利率水準將超過48%。
- **強勁表現將在2021年獲得持續。**我們認為光伏玻璃供應在2021年仍然維持偏緊局面。基於光伏玻璃銷售價格隨著新增產能釋放每兩個月下降6%假設，我們測算公司2021年光伏玻璃銷售均價為人民幣32.5元/平方米，對應2020年同比增加12.7%。隨著雙玻元件更受市場所追捧，我們預期2.0毫米光伏玻璃的出貨比重將增加至55%。結合公司的新增產能投放，我們預測公司2021年光伏玻璃銷量將同比增加33.5%，同時毛利率將進一步擴張至56.7%。
- **上調DCF目標價21.3%至每股18.80港元，重申買入。**基於運營假設更新，我們將公司2020-22年盈利預測分別提升14.7%/26.4%/33.2%至44.18/79.57/91.49億港元。我們的DCF目標價也隨之提升21.3%至每股18.80港元，對應2020/21年前瞻預測市盈率分別為34.6/20.1倍。我們認為公司的盈利預喜將再一次確認公司極具樂觀的盈利前景，並重新點燃市場情緒。我們重申對於信義光能的買入評級。

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	12,221	18,373	22,511
同比增長(%)	(19.5)	18.6	34.4	50.3	22.5
淨利潤(百萬港元)	1,863	2,416	4,418	7,957	9,149
每股盈利(港元)	0.25	0.30	0.54	0.94	1.08
每股盈利變動(%)	(24)	22	80	72	15
市場平均盈利預期(港元)	N/A	N/A	0.46	0.62	0.73
市盈率(倍)	57.3	47.1	26.2	15.2	13.3
市帳率(倍)	10.5	8.1	6.2	4.9	4.1
股息率(%)	0.9	1.0	1.8	3.1	3.6
權益收益率(%)	18.3	17.3	23.7	32.4	30.9
淨負債率(%)	76.5	40.3	16.4	淨現金	淨現金

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\$18.80
(此前目標價)	HK\$15.50
潛在升幅	+31.8%
當前股價	HK\$13.24

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)	121,338
3月平均流通量(百萬港元)	660
52周內股價高/低(港元)	15.22/3.63
總股本(百萬)	8,509
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%

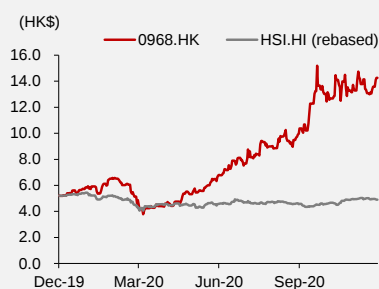
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.4%	9.1%
3-月	44.0%	35.9%
6-月	114.2%	99.0%
12-月	174.3%	188.0%

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

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	12,221	18,373	22,511
光伏玻璃銷售	5,562	6,767	9,940	15,819	19,678
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)	(5,868)	(7,656)	(10,059)
毛利	2,960	3,912	6,354	10,717	12,451
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)	(399)	(552)	(770)
行政開支	(413)	(427)	(523)	(738)	(882)
息稅前收益	2,443	3,314	5,565	9,560	10,933
融資成本淨額	10	49	30	59	90
合資及聯營企業	(256)	(304)	(223)	(246)	(266)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,246	3,093	5,406	9,407	10,791
所得稅	(205)	(294)	(568)	(988)	(1,133)
少數股東權益	(179)	(382)	(420)	(462)	(509)
淨利潤	1,863	2,416	4,418	7,957	9,149

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	5,565	9,560	10,933
折舊和攤銷	707	795	944	1,139	1,412
運營資金變動	(255)	(1,818)	(609)	397	(860)
稅務開支	(237)	(281)	(560)	(986)	(1,131)
其他	(348)	(427)	(610)	(640)	(676)
經營活動所得現金淨額	2,310	1,583	4,730	9,469	9,678
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	2,688	-	-
淨借貸	837	(2,086)	800	700	614
股息	(1,095)	(761)	(1,739)	(2,970)	(4,105)
其他	888	2,887	420	462	509
融資活動所得現金淨額	174	2,127	2,170	(1,808)	(2,983)
現金增加淨額	(551)	1,447	2,713	3,964	3,414
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	4,934	8,898
匯兌	(46)	(10)	-	-	-
年末現金及現金等價物	784	2,221	4,934	8,898	12,312

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	13,999	19,687	25,371
現金及現金等價物	784	2,221	4,934	8,898	12,312
應收賬款	4,154	5,437	6,444	7,518	9,268
存貨	430	410	646	1,028	1,279
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	7,369	9,760	11,415
應付帳款	2,780	2,220	3,525	5,597	6,965
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	24,361	29,810	35,362
少數股東權益	1,625	4,396	4,817	5,279	5,788
股東權益	10,434	14,177	19,544	24,531	29,575

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	81.3	86.1	87.4
太陽能發電業務	25.0	24.5	17.6	13.0	11.6
EPC 業務	2.5	1.1	1.1	0.9	1.0
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	52.0	58.3	55.3
稅前利率	29.3	34.0	44.2	51.2	47.9
淨利潤率	24.3	26.6	36.1	43.3	40.6
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	2.0	2.2
速動比率 (x)	0.9	1.6	1.8	1.9	2.1
現金比率 (x)	0.1	0.4	0.7	0.9	1.1
平均應收周轉天數	197.9	192.4	177.4	138.7	136.1
平均存貨周轉天數	31.1	29.6	32.9	39.9	41.9
平均應付周轉天數	221.6	176.0	178.7	217.4	227.9
債務/股本比率 (%)	72.7	42.7	33.4	29.8	27.0
淨負債/股東權益比率 (%)	76.5	40.3	16.4	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
股本回報率	17.9	17.0	22.6	32.4	30.9
資產回報率	7.8	8.5	12.2	17.8	17.5
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.54	0.94	1.08
每股股息 (港元)	0.12	0.14	0.26	0.45	0.52
每股淨值 (港元)	1.36	1.85	2.42	2.88	3.48

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

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編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(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。