

# 信義光能 (968 HK)

## 玻璃價格再次上漲，進一步推升 20/21 年盈利

光伏玻璃價格在 9 月末再度上調 16-24%，體現出光伏下游組件端的強勁需求。我們認為當前光伏玻璃的供應非常緊張，部分較小的廠商提出更高的報價仍然獲得市場訂單支援。基於目前的光伏玻璃日熔量，我們測算目前的光伏玻璃供應對於月等效產能 13.4GW 以及年化 161GW。根據新產能釋放規劃，4 季度並無有效新增產能投放，而最早的有效供應增要到 21 年的 1 月底，且供應增長或比較溫和。我們將 2020/2021 年的光伏玻璃銷售均價分別上調 4.6%/8.7%，銷售價格上漲將提升我們對於公司的盈利預測分別 14.0%/23.4% 至 38.51/60.58 億港元。我們對公司的 DCF 目標價上調 32.5% 至 15.50 港元。維持買入評級。

- **光伏玻璃價格再度上調 4-6 元/平方米。**市場主流的 3.2 毫米光伏玻璃價格目前已漲至人民幣 35-37 元/平方米，而 2.5/2.0 毫米產品亦分別上漲至人民幣 31/28 元/平方米。價格調整對應 9 月份上一次漲價各類產品漲幅約 16-24%。價格上漲主要是受下游火熱的光伏元件需求所驅動，而光伏玻璃的主要材料成本在 9 月份大致維持穩定。
- **受強需求驅動，2021 年價格有望維持高企。**我們預期信義光能的光伏玻璃毛利水準將在 4 季度繼續攀升至 50% 以上水準，我們同時預判超乎尋常的盈利水準將在 2021 年大部分時間獲得支持。根據卓創資訊資料，目前有 47 座窯爐共合 28,060 噸光伏玻璃日熔量產能在運，據我們測算等效產能可供 161GW 年化需求。結合各大主要廠商的擴產計畫安排，若需求增速高於 15%，我們判斷有效產能供應將在 2021 年前 9 個月維持偏緊狀態。我們預期較高的光伏玻璃價格將至少在 2021 年上半年獲得支持。
- **2020/21 年盈利分別上調 14.0%/23.4%。**基於本輪的價格上調，我們將公司 2020/21 年光伏玻璃銷售均價分別上調 4.6%/8.7%，較高的光伏玻璃銷售價格將使公司光伏玻璃銷售毛利率分別提升至 44.8%/52.1%。我們的盈利預測也據此分別上調 14.0%/23.4% 至 38.51/60.58 億港元。我們對公司 2020-22 年的每股盈利預測較一直市場預期分別高 13.6%/33.0%/27.4%。
- **上調 DCF 目標價 32.5% 至每股 15.50 港元，維持買入。**我們對公司的目標價對應 2020/21 年預測市盈率分別為 32.7/21.8 倍。在目前光伏行業處於景氣上行週期，對比行業估值 25-30 倍前瞻市盈率水準，我們認為對公司的目標估值水準處於合理估值範圍。基於目前較強的基本面支援，我們信義光能較強的股價動能仍將獲得持續。

### 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	11,461	15,410	19,349
同比增長 (%)	(19.5)	18.6	26.0	34.5	25.6
淨利潤 (百萬港元)	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
每股盈利變動 (%)	(24)	22	56	50	13
市場平均盈利預期 (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
市帳率 (倍)	9.7	7.5	5.9	4.9	4.2
股息率 (%)	0.9	1.1	1.7	2.6	2.9
權益收益率 (%)	18.3	17.3	21.1	26.6	25.8
淨負債率 (%)	76.5	40.3	19.1	7.8	1.2

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\$15.50
(此前目標價)	HK\$11.70
潛在升幅	+17.1%
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)	112,657
3 月平均流通量(百萬港元)	320
52 周內股價高/低(港元)	13.36/3.72
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%

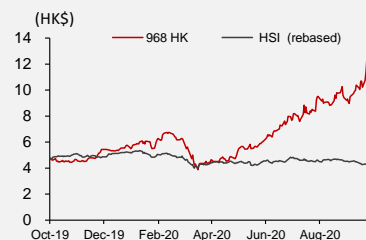
資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	40.8%	45.0%
3-月	66.8%	83.2%
6-月	196.0%	193.1%
12-月	175.7%	196.8%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

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
<b>銷售收入</b>	<b>7,672</b>	<b>9,096</b>	<b>11,461</b>	<b>15,410</b>	<b>19,349</b>
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
<b>銷售成本</b>	<b>(4,711)</b>	<b>(5,185)</b>	<b>(5,775)</b>	<b>(6,967)</b>	<b>(9,625)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,960</b>	<b>3,912</b>	<b>5,686</b>	<b>8,443</b>	<b>9,723</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)	(491)	(699)
行政開支	(413)	(427)	(498)	(638)	(776)
<b>息稅前收益</b>	<b>2,443</b>	<b>3,314</b>	<b>4,933</b>	<b>7,448</b>	<b>8,382</b>
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	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,246</b>	<b>3,093</b>	<b>4,772</b>	<b>7,286</b>	<b>8,221</b>
所得稅	(205)	(294)	(501)	(765)	(863)
少數股東權益	(179)	(382)	(420)	(462)	(509)
<b>淨利潤</b>	<b>1,863</b>	<b>2,416</b>	<b>3,851</b>	<b>6,058</b>	<b>6,849</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>4,933</b>	<b>7,448</b>	<b>8,382</b>
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)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>2,310</b>	<b>1,583</b>	<b>4,152</b>	<b>7,539</b>	<b>7,373</b>
資本開支	(2,248)	(1,382)	(4,187)	(3,698)	(3,281)
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>(4,187)</b>	<b>(3,698)</b>	<b>(3,281)</b>
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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>174</b>	<b>2,127</b>	<b>2,300</b>	<b>(1,216)</b>	<b>(1,975)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(551)</b>	<b>1,447</b>	<b>2,265</b>	<b>2,626</b>	<b>2,118</b>
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	4,487	7,112
匯兌	(46)	(10)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>784</b>	<b>2,221</b>	<b>4,487</b>	<b>7,112</b>	<b>9,230</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>22,335</b>	<b>24,909</b>	<b>26,805</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>6,803</b>	<b>9,467</b>	<b>13,297</b>	<b>16,906</b>	<b>21,227</b>
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
<b>流動負債</b>	<b>6,737</b>	<b>5,834</b>	<b>7,103</b>	<b>8,723</b>	<b>10,308</b>
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
<b>非流動負債</b>	<b>5,096</b>	<b>3,989</b>	<b>4,605</b>	<b>5,027</b>	<b>5,398</b>
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
<b>淨資產淨額</b>	<b>12,059</b>	<b>18,573</b>	<b>23,924</b>	<b>28,066</b>	<b>32,325</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>1,625</b>	<b>4,396</b>	<b>4,817</b>	<b>5,279</b>	<b>5,788</b>
<b>股東權益</b>	<b>10,434</b>	<b>14,177</b>	<b>19,107</b>	<b>22,787</b>	<b>26,537</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	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
<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	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
<b>資產負債比率</b>					
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
<b>回報率(%)</b>					
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
<b>每股數據</b>					
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

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。