

信义光能 (968 HK)

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$11.70 |
| (此前目标价) | HK\$10.00 |
| 潜在升幅 | +17.0% |
| 当前股价 | HK\$10.00 |

中国光伏行业

萧小川

 (852) 3900 1234
 robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|------------|
| 市值(百万港元) | 85,903 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 209.7 |
| 52周内股价高/低(港元) | 10.58/3.72 |
| 总股本(百万) | 8,166 |

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% |

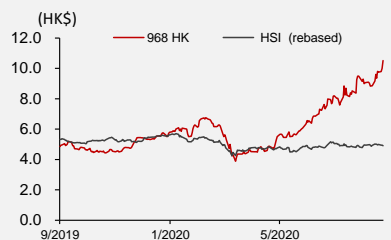
资料来源: 港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|------|--------|--------|
| 1-月 | 17.9% | 15.2% |
| 3-月 | 70.1% | 60.3% |
| 6-月 | 62.1% | 68.2% |
| 12-月 | 102.0% | 106.4% |

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道

光伏玻璃价格自9月份开始上调约人民币4元/平方米。价格上涨对应3.2毫米光伏玻璃产品价格涨幅约15%。涨价幅度以及涨价的时间点均超出我们预期。根据我们与公司沟通,本轮价格上涨主要反映目前较为紧俏的光伏玻璃供应,主要受组件制造商以及下游装机需求增加所驱动。

- 光伏玻璃价格自9月起上调3-4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30元/平方米,而2.5/2.0毫米产品亦分别上涨至人民币27/24元。价格调整对应8月份3.2毫米产品涨幅约15%,远高于纯碱价格上涨(纯碱价格在8月份上涨20-30%)带来的3-4.5%的成本上升。我们预期信义光能将在下半年后四个月实现显著的毛利扩张。
- 价格上涨受需求驱动。光伏玻璃供应自8月开始持续偏紧。下游光伏装机市场需求层一度受多晶硅料供应因素扰动,使整个产业链产品价格出现一定波动,带来一些不确定性。到8月末,随着电池片价格趋于稳定,提振了市场信心。我们认为光伏组件价格站在RMB1.5-1.6元/瓦左右,是下游光伏电站开发商所能够接受的水平。我们认为目前市场需求及信心恢复将进一步拉紧光伏玻璃的供应状况,从而触发了此次价格上涨。我们预期光伏玻璃价格将在下半年保持高位。
- 2021年供应依旧维持紧俏。受疫情及安徽省洪涝的阻工影响,信义光能推迟了安徽省2条1000吨产线投放至2021年。根据我们测算,我们预期2021年全球光伏装机需求有望上涨33%,而光伏玻璃的有效产能仅增加不超过20%,显示2021年光伏玻璃供应仍将维持偏紧状态。我们认为供应偏紧局面将很可能继续支持价格维持高位,同时不排除有进一步在2021年提价可能。
- 目标价上调17.0%至11.70港元,维持买入评级。我们将2020-22年光伏玻璃销售均价假设分别上调0.8%/2.2%/0.8%,净利润预测也因此分别上调3.7%/6.3%/2.2%至33.78/49.11/60.54亿港元。我们观察到在6-8月间光伏行业上市企业均呈估值提升态势,主要受较好的盈利前景展望,以及中期业绩良好所驱动。我们认为目前行业前瞻市盈率估值中枢已从15-20倍上升至25-30倍。我们的DCF目标价上调17.0%至每股11.70港元,对应2020/21年前瞻市盈率分别为28.1/19.5倍。在目前行业上升周期,我们认为信义光能的估值水平依然吸引,维持买入评级。

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 | 10,906 | 13,873 | 18,006 |
| 净利润(百万港元) | (19.5) | 18.6 | 19.9 | 27.2 | 29.8 |
| 同比增长(%) | 1,863 | 2,416 | 3,378 | 4,911 | 6,054 |
| 每股盈利(港元) | 0.25 | 0.30 | 0.42 | 0.60 | 0.74 |
| 每股盈利变动(%) | (24) | 22 | 37 | 45 | 23 |
| 市场平均盈利预期(港元) | N/A | N/A | 0.40 | 0.52 | 0.62 |
| 市盈率(倍) | 40.2 | 33.0 | 24.1 | 16.6 | 13.5 |
| 市帐率(倍) | 7.3 | 5.7 | 5.1 | 4.3 | 3.6 |
| 股息率(%) | 1.2 | 1.4 | 2.0 | 2.9 | 3.6 |
| 权益收益率(%) | 18.3 | 17.3 | 21.1 | 25.9 | 27.0 |
| 净负债率(%) | 76.5 | 40.3 | 41.9 | 28.1 | 17.7 |

资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

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 | 10,906 | 13,873 | 18,006 |
| 光伏玻璃銷售 | 5,562 | 6,767 | 8,655 | 11,331 | 15,224 |
| 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 |
| 銷售成本 | (4,711) | (5,185) | (5,775) | (6,793) | (9,302) |
| 毛利 | 2,960 | 3,912 | 5,131 | 7,080 | 8,704 |
| 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) | (479) | (587) | (730) |
| 息稅前收益 | 2,443 | 3,314 | 4,397 | 6,149 | 7,451 |
| 融資成本淨額 | 10 | 49 | 15 | 21 | 38 |
| 合資及聯營企業 | (256) | (304) | (223) | (245) | (264) |
| 額外其他 | - | - | - | - | - |
| 稅前利潤 | 2,246 | 3,093 | 4,223 | 5,958 | 7,258 |
| 所得稅 | (205) | (294) | (443) | (626) | (762) |
| 少數股東權益 | (179) | (382) | (401) | (421) | (442) |
| 淨利潤 | 1,863 | 2,416 | 3,378 | 4,911 | 6,054 |

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 | 4,397 | 6,149 | 7,451 |
| 折舊和攤銷 | 707 | 795 | 944 | 1,140 | 1,376 |
| 運營資金變動 | (255) | (1,818) | (610) | 418 | (791) |
| 稅務開支 | (237) | (281) | (436) | (624) | (760) |
| 其他 | (348) | (427) | (606) | (637) | (660) |
| 經營活動所得現金淨額 | 2,310 | 1,583 | 3,689 | 6,446 | 6,616 |
| 資本開支 | (2,248) | (1,382) | (4,212) | (3,435) | (3,020) |
| 聯營公司 | 17 | 23 | - | - | - |
| 其他 | (805) | (904) | - | - | - |
| 投資活動所得現金淨額 | (3,035) | (2,262) | (4,212) | (3,435) | (3,020) |
| 股份發行 | (456) | 2,087 | - | - | 0 |
| 淨借貸 | 837 | (2,086) | 805 | 647 | 562 |
| 股息 | (1,095) | (761) | (1,489) | (1,989) | (2,632) |
| 其他 | 888 | 2,887 | 401 | 421 | 442 |
| 融資活動所得現金淨額 | 174 | 2,127 | (283) | (921) | (1,627) |
| 現金增加淨額 | (551) | 1,447 | (806) | 2,090 | 1,968 |
| 年初現金及現金等價物 | 1,381 | 784 | 2,221 | 1,415 | 3,506 |
| 匯兌 | (46) | (10) | - | - | - |
| 年末現金及現金等價物 | 784 | 2,221 | 1,415 | 3,506 | 5,473 |

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 | 22,363 | 24,645 | 26,316 |
| 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 |
| 流動資產 | 6,803 | 9,467 | 10,029 | 12,730 | 16,910 |
| 現金及現金等價物 | 784 | 2,221 | 1,415 | 3,506 | 5,473 |
| 應收賬款 | 4,154 | 5,437 | 6,076 | 6,289 | 8,022 |
| 存貨 | 430 | 410 | 563 | 737 | 990 |
| 關聯款項 | 4 | 6 | - | - | - |
| 其他流動資產 | 1,432 | 1,394 | 1,976 | 2,200 | 2,426 |
| 流動負債 | 6,737 | 5,834 | 6,921 | 8,170 | 9,817 |
| 應付帳款 | 2,780 | 2,220 | 3,075 | 4,026 | 5,406 |
| 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 |
| 非流動負債 | 5,096 | 3,989 | 4,608 | 4,999 | 5,338 |
| 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 |
| 淨資產淨額 | 12,059 | 18,573 | 20,863 | 24,206 | 28,071 |
| 少數股東權益 | 1,625 | 4,396 | 4,798 | 5,219 | 5,661 |
| 股東權益 | 10,434 | 14,177 | 16,066 | 18,988 | 22,410 |

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 | 79.4 | 81.7 | 84.6 |
| 太陽能發電業務 | 25.0 | 24.5 | 19.4 | 17.1 | 14.2 |
| EPC 業務 | 2.5 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 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 | 47.0 | 51.0 | 48.3 |
| 稅前利率 | 29.3 | 34.0 | 38.7 | 42.9 | 40.3 |
| 淨利潤率 | 24.3 | 26.6 | 31.0 | 35.4 | 33.6 |
| 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 | 1.4 | 1.6 | 1.7 |
| 速動比率(x) | 0.9 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 現金比率(x) | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.6 |
| 平均應收周轉天數 | 197.9 | 192.4 | 192.6 | 162.7 | 145.0 |
| 平均存貨周轉天數 | 31.1 | 29.6 | 30.7 | 34.9 | 33.9 |
| 平均應付周轉天數 | 221.6 | 176.0 | 167.3 | 190.8 | 185.0 |
| 債務/股本比率(%) | 72.7 | 42.7 | 39.1 | 36.5 | 33.6 |
| 淨負債/股東權益比率(%) | 76.5 | 40.3 | 41.9 | 28.1 | 17.7 |
| 回報率(%) | | | | | |
| 股本回報率 | 17.9 | 17.0 | 21.0 | 25.9 | 27.0 |
| 資產回報率 | 7.8 | 8.5 | 10.4 | 13.1 | 14.0 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(港元) | 0.25 | 0.30 | 0.42 | 0.60 | 0.74 |
| 每股股息(港元) | 0.12 | 0.14 | 0.20 | 0.29 | 0.36 |
| 每股淨值(港元) | 1.36 | 1.85 | 1.99 | 2.32 | 2.74 |

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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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士。

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。