招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

信义光能（968 HK）

价格战正在酝酿

持有（下调）

目标价	HK$18.80
(此前目标价	HK$18.80)
潜在升幅	+10.2%
当前股价	HK$17.06

信义光能 2020 财年实现净利润 45.61 亿港元，同比增长 88.7%，接近盈利预喜指引值的上线，并符合市场预期。管理层指引显示产能扩张节奏加速，2021 年有效日熔量增长将达 41.3%。然而，随着市场上新增产能日益扩张，我们预料光伏玻璃价格战正在酝酿，而这将会对公司及行业的估值形成抑制。展望 2021 年，在光伏玻璃销量和价格均有增长的支持下，我们预测公司盈利同比增长 87.3%。目前公司的前瞻市盈率 17.6 倍，我们认为较高的盈利增长预期已体现在股价之中。我们对 2021/22 年盈利预测分别调整 +7.1%/-0.5%至 85.43 亿/91.12 亿港元，维持目标价 18.80 港元不变。下调至持有评级。

- **2020 年净利润同比增长 88.7%。**公司年内实现收入同比增长 35.4%，主要受光伏玻璃销量及价格提升所驱动。我们测算光伏玻璃销售面积同比增加 40.4%，同时销售均价同比增长 8.6%。主要的开支则维持良好控制，公司 2020 年财务成本同比下降 37.1%。净利润录得 45.61 亿港元，同比增长 88.7%，符合市场一致预期。公司宣布派发末期股息每股 17 港仙，维持股息分派率 46%。
- **顶级盈利能力。**光伏玻璃毛利率同比增长 16.9 个百分点至 49.0%，体现公司卓越的成本控制能力。公司始终引领行业潮流领导新的玻璃产品供应市场，随着双玻组件和大尺寸组件渗透率逐步提升，我们认为公司的优势地位将进一步获得巩固。展望 2021 年，我们预测销售均价将同比增加 7.1%，将支持光伏玻璃毛利率进一步扩张至 54.4%。
- **加速产能扩张步伐。**管理层指引 2021 年新建产能将加速投放，带来全年有效日熔量同比增长 41.3%。有鉴于光伏玻璃供应偏紧的局面，公司将产能扩张的节奏从每季度投产 1,000 吨产线调整为 1 月/3 月各投产一条，其余两条产线将在年中投运。基于产能扩张节奏变化，我们测算公司 2021 年的光伏玻璃销售面积将同比增长 51.6%。公司还计划在 2022 年新增 4x1,000 吨产线，并另有 12x1,000 吨产能计划在 2023 年以后逐步投运。
- **价格战正在酝酿。**管理层预期光伏玻璃价格将自目前异常高位回归理性。在 3 月份，光伏玻璃的价格已温和下跌约 4.8%（3.2 毫米玻璃价格自人民币 42 平方米下调至人民币 40 元/平方米）。管理层认为玻璃年内价格或有可能跌破人民币 30 元/平方米，隐含年内玻璃价格或将仍有 25%的潜在下调空间。对于 2022 年的价格展望，由于有更多的新增产能投放市场，管理层认为价格竞争将变得更加激烈。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万港元)	9,096	12,316	20,090	23,244	29,383
同比增长（%）	18.6	35.4	63.1	15.7	26.4
净利润（百万港元）	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
每股盈利变动 (%)	22	83	75	7	28
市场平均盈利预期（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
市帐率 (倍)	9.7	5.7	4.8	4.1	3.5
股息率 (%)	0.8	1.5	2.7	2.9	3.7
权益收益率 (%)	17.3	18.4	27.1	25.0	27.1
净负债率 (%)	40.3	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

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)	150,286
3 月平均流通量 (百万港元)	1,065
52 周内股价高/低 (港元)	24.8/3.63
总股本 (百万)	8,809

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	-7.1%	-7.7%
3-月	27.3%	14.7%
6-月	66.3%	41.8%
12-月	183.5%	153.1%

资料来源：万得资讯

股份表现

资料来源：万得资讯

审计师：普华永道

- **估值水平或受价格预期所抑制**。基于管理层的指引更新，我们将 2021/22 年盈利预测分别调整 +7.1%/-0.5% 至 85.43/91.12 亿港元。我们的预测体现 2021 年每股盈利增长 75%。然而，有鉴于较为不确定的光伏玻璃价格展望，我们认为公司的估值水平将会受抑制。公司目前估值为 2021 年预测市盈率的 17.6 倍，我们相信公司目前的估值水平已大致体现未来的盈利增长潜力。我们对公司的目标价维持每股 18.80 港元不变，对应 2021 年预测市盈率 19.4 倍。下调至持有评级。
- **主要风险：**1) 上行风险，十四五行业政策支持力度超出预期；2）下行风险：光伏玻璃价格下跌速度快于预期。

财务分析

利润表

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)
銷售及營銷開支	(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)
利润分享	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**

资产负债表

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

资料来源：公司及招银国际证券预测

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之分析员，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，请与我们联络。

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关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之分析员，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篇制的报告。 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。