

信义光能 (968 HK)

19 年业绩符合预期，新产能受疫情影响延迟一季

信义光能 19 财年实现净利润 24.16 亿港元，符合我们及市场预期。目前市场显然将关注点置于新冠疫情海外扩散对于光伏玻璃销售的影响上。管理层透露光伏玻璃目前尚未遇到价格方面压力，且行业平均库存在 20 天左右，仍处于正常区间。我们将 20 财年光伏玻璃销售均价及销售展望分别下调 5.4%/3.6% 以反应疫情带来的潜在需求下降的影响。尽管我们将公司 20 财年的盈利预测下调 12.4% 至 29.92 亿港元，我们对公司的盈利维持长期增长的展望维持不变。目标价自每股 6.62 港元下调 4.6% 至 6.31 港元，维持买入评级。

- **19 财年盈利同比增长 29.1%**。强劲的盈利表现主要由 1) 光伏玻璃销量同比增长 27.1%，以及 2) 我们测算光伏玻璃销售均价同比增长 4.9% 至每平方米人民币 26.7 元所致。除了良好的销售数据以外，公司在费用端控制良好，行政开支及销售费用均录得显著同比下降。净利润实现 24.16 亿港元，每股盈利 30.3 港仙。公司宣布派发末期股息 8.5 港仙（19 财年全年 14 港仙），对应股息支付比率为 46.1%，对应股息收益率 3.0%。
- **延迟新建产能投放**。由于项目施工受疫情延误及目前市场需求有较大的不确定性，管理层决定将新建产能释放时间延迟一季，并且第一条新建产能将在 6 月份投运。有鉴于此，公司 20 财年光伏玻璃的有效日熔量指引自同比增长 37.3% 下调至 26.1%。尽管产能投放延迟，随着公司的薄片化 2.0 毫米双面玻璃产品出货增加，我们认为以销售面积来考虑整体的销售量将可以弥补部分延迟所带来的产能损失。我们测算整体的销售面积将仅较我们此前预期低 3.6%。
- **下调销售均价展望以反映潜在疫情影响**。随着新冠疫情在欧洲和美国发展情况愈加严峻，我们预期公司将受海外疫情控制措施等影响造成一定的需求扰动。我们将 20 财年光伏玻璃销售均价假设自每平方米人民币 28 元下调 5.4% 至人民币 26.5 元，以反映销售转弱所带来的潜在价格影响。我们对于公司的盈利能力并不因此而过于担心，因目前燃气和纯碱价格较低有助于帮助公司获得更好的成本结构以应对潜在价格影响。
- **无损长期盈利能力**。我们将 20 财年净利润预测下调 12.4% 至 29.92 亿港元以体现需求不确定性所带来的价格和销售量的影响。调整后净利润预测仍体现同比 22.3% 的利润增速。基于目前公司较为扎实的业务基本面，我们认为公司的长期较为优质盈利能力并无变化。我们的目标价自每股 6.62 港元略微下调至 6.31 港元。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	10,864	15,407	18,738
净利润 (百万港元)	1,863	2,416	2,992	4,487	5,383
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.37	0.56	0.67
每股盈利变动 (%)	(24)	21.8	22.3	49.9	20.0
市场平均盈利预期 (港元)	N/A	N/A	0.40	0.49	0.49
市盈率 (倍)	19.0	15.6	12.7	8.5	7.1
市帐率 (倍)	3.5	2.7	2.4	2.1	1.8
股息率 (%)	2.6	3.0	3.8	5.6	6.8
权益收益率 (%)	18.3	17.3	19.0	24.3	25.1
净负债率 (%)	76.5	31.5	26.4	17.1	8.1

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$6.31
(此前目标价)	HK\$6.62
潜在升幅	+33.7%
当前股价	HK\$4.72

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)	38,147
3 月平均流通量 (百万港元)	150.3
52 周内股价高/低 (港元)	7.04/3.57
总股本 (百万)	8.082

资料来源：彭博

股东结构

信义集团 (玻璃)	24.1%
李贤义及一致行动人	32.1%
流通股	43.5%

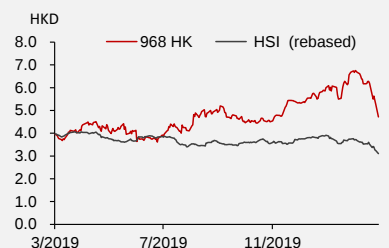
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-29.3%	-14.8%
3-月	-11.4%	5.6%
6-月	-6.3%	10.1%
12-月	28.6%	61.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

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	10,864	15,407	18,738
光伏玻璃銷售	5,562	6,767	8,613	12,865	15,956
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)	(6,215)	(8,738)	(10,762)
毛利	2,960	3,912	4,649	6,669	7,976
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)	(383)	(539)	(663)
行政開支	(413)	(427)	(478)	(638)	(755)
息稅前收益	2,443	3,314	3,922	5,626	6,692
融資成本淨額	10	49	24	38	54
合資及聯營企業	(256)	(304)	(188)	(213)	(271)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,246	3,093	3,792	5,484	6,509
所得稅	(205)	(294)	(398)	(576)	(683)
少數股東權益	(179)	(382)	(401)	(421)	(442)
淨利潤	1,863	2,416	2,992	4,487	5,383

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	3,922	5,626	6,692
折舊和攤銷	707	807	979	1,217	1,384
運營資金變動	(255)	(1,818)	695	(27)	(124)
稅務開支	(237)	(245)	(383)	(570)	(677)
其他	(348)	161	(477)	(496)	(552)
經營活動所得現金淨額	2,310	2,218	4,736	5,750	6,722
資本開支	(2,248)	(2,642)	(3,087)	(2,955)	(2,940)
聯營公司	17	(12)	(349)	(421)	(442)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,230)	(2,655)	(3,436)	(3,376)	(3,383)
股份發行	(456)	2,087	-	-	-
淨借貸	837	(2,086)	994	880	584
股息	(1,095)	(761)	(1,397)	(1,795)	(2,369)
其他	(65)	2,771	401	421	442
融資活動所得現金淨額	(778)	2,011	(2)	(493)	(1,342)
現金增加淨額	(698)	1,574	1,299	1,881	1,997
年初現金及現金等價物	1,381	784	2,221	3,520	5,400
匯兌	102	(137)	-	-	-
年末現金及現金等價物	784	2,221	3,520	5,400	7,397

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	21,307	23,437	25,435
物業、廠房及設備	15,804	16,711	19,722	21,447	22,992
預付租金	320	1,249	346	358	370
合資企業投資	433	404	798	1,219	1,662
其他非流動資產	532	566	441	413	411
流動資產	6,803	9,467	11,428	15,083	18,466
現金及現金等價物	784	2,221	3,520	5,400	7,397
應收賬款	4,154	5,437	5,293	6,527	7,457
存貨	430	410	646	965	1,197
關聯款項	4	6	-	-	-
其他流動資產	1,432	1,394	1,969	2,191	2,415
流動負債	6,737	5,249	6,801	8,878	10,377
應付帳款	2,780	2,220	3,498	5,214	6,471
關聯欠款	102	91	92	93	93
遞延稅項	48	102	107	113	118
借貸	3,773	2,804	3,071	3,423	3,657
其他流動負債	34	32	33	35	37
非流動負債	5,096	3,948	4,676	5,206	5,557
借貸	4,997	3,880	4,606	5,134	5,485
其他應付	89	57	58	58	59
遞延稅項	11	12	12	13	13
淨資產淨額	12,059	19,200	21,257	24,437	27,967
少數股東權益	1,625	4,396	4,798	5,219	5,661
股東權益	10,434	14,177	15,773	18,464	21,479

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	79.3	83.5	85.2
太陽能發電業務	25.0	24.5	19.5	15.4	13.7
EPC 業務	2.5	1.1	1.2	1.1	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	42.8	43.3	42.6
稅前利率	29.3	34.0	34.9	35.6	34.7
淨利潤率	24.3	26.6	27.5	29.1	28.7
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	1.8	1.7	1.7	1.8
速動比率 (x)	0.9	1.7	1.6	1.6	1.7
現金比率 (x)	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
平均應收周轉天數	197.9	192.4	180.2	140.0	136.2
平均存貨周轉天數	31.1	29.6	31.0	33.6	36.7
平均應付周轉天數	221.6	176.0	167.9	182.0	198.2
債務/股本比率 (%)	72.7	36.0	37.3	36.1	33.7
淨負債/股東權益比率 (%)	76.5	31.5	26.4	17.1	8.1
回報率 (%)					
股本回報率	17.9	17.0	19.0	24.3	25.1
資產回報率	7.8	8.5	9.1	11.6	12.3
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.25	0.30	0.37	0.56	0.67
每股股息 (港元)	0.12	0.14	0.18	0.27	0.32
每股淨值 (港元)	1.36	1.75	1.95	2.28	2.66

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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責任。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，未经招銀國際證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責任。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。