

持有

加速扩产支撑未来业绩高增长

信义光能 (0968.HK)

2020-12-21 星期一

投资要点

目标价: **17.8 港元**
 现价: 16.2 港元
 预计升幅: 10%

➤ **光伏玻璃产能放开，未来价格将回归理性：**

近日工信部再发征求意见稿，明确光伏压延玻璃可不制定产能置换方案。我们认为产能放开，将增加光伏玻璃供应，光伏玻璃紧缺局面将逐步缓解，价格将理性回归；同时我们预期未来国家会出台相应实施细则，对企业环保能耗排放，技术标准指标作出明确规定，引导行业健康有序发展。

重要数据

日期	2020-12-18
收盘价 (港元)	16.20
总股本 (亿股)	85.09
总市值 (亿港元)	1,378
净资产 (百万港元)	18,573
总资产 (百万港元)	28,397
52 周高低 (港元)	16.2/3.63
每股净资产 (港元)	1.83

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **成功再配售集资，长远市占率目标 45%及以上：**

基于产能放开政策预期，公司以每股 13 港元配售 3 亿股，所得款项净额将约 38.76 亿港元，主要用于光伏玻璃新产线的资本开支。2020 年公司北海 2 条生产线已经如期投产，2021 年芜湖 4 条 1000 吨产线，将于每个季度投产一条，张家港 4 条 1000 吨项目启动中，计划在 2022 年内全部投产。此外，公司远期筹划产能 16 条 (包括芜湖 12 条和北海 4 条)。公司 2020 年市占率约 35%，未来将进一步达到 40-45% 及以上。

➤ **行业景气度持续，公司盈利高增长：**

预期 2021 年一季度光伏玻璃仍将保持紧缺状态，公司表示 12 月、1 月市场需求都还很旺，春节期间深加工会有些停产，而组件厂商还有生产需求，未来 2、3 个月价格会比较平稳。基于公司庞大的产能规划目标，未来产量的增长将支撑公司业绩持续高增长。

主要股东

信义集团(玻璃)有限公司 (23.6%)

相关报告

首次报告-20200618

更新报告-20200804

➤ **给予持有评级，提高目标价至 17.8 港元：**

公司发布盈喜预计 2020 年净利润将实现同比增长 75%~95%，对应 42~47 亿港元。我们根据公司产能投放进度和对玻璃价格理性回归的假设，初步预测 2021 年盈利同比增长 29.5%。结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 17.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 23 倍和 18 倍 PE，目标价较现价有 10% 上升空间，给予持有评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	7,672	9,096	13,081	16,507	21,938
同比增长 (%)	-19.5%	18.6%	43.8%	26.2%	32.9%
净利润	1,863	2,416	4,444	5,753	7,309
同比增长 (%)	-20.1%	29.7%	83.9%	29.5%	27.0%
每股盈利 (港元)	24.87	30.28	54.97	65.31	82.98
PE@16.2HKD	55.1	45.2	24.9	21.0	16.5
每股股息 (港元)	12.20	14.00	25.29	30.04	38.17
股息率	0.9%	1.0%	1.8%	2.2%	2.8%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

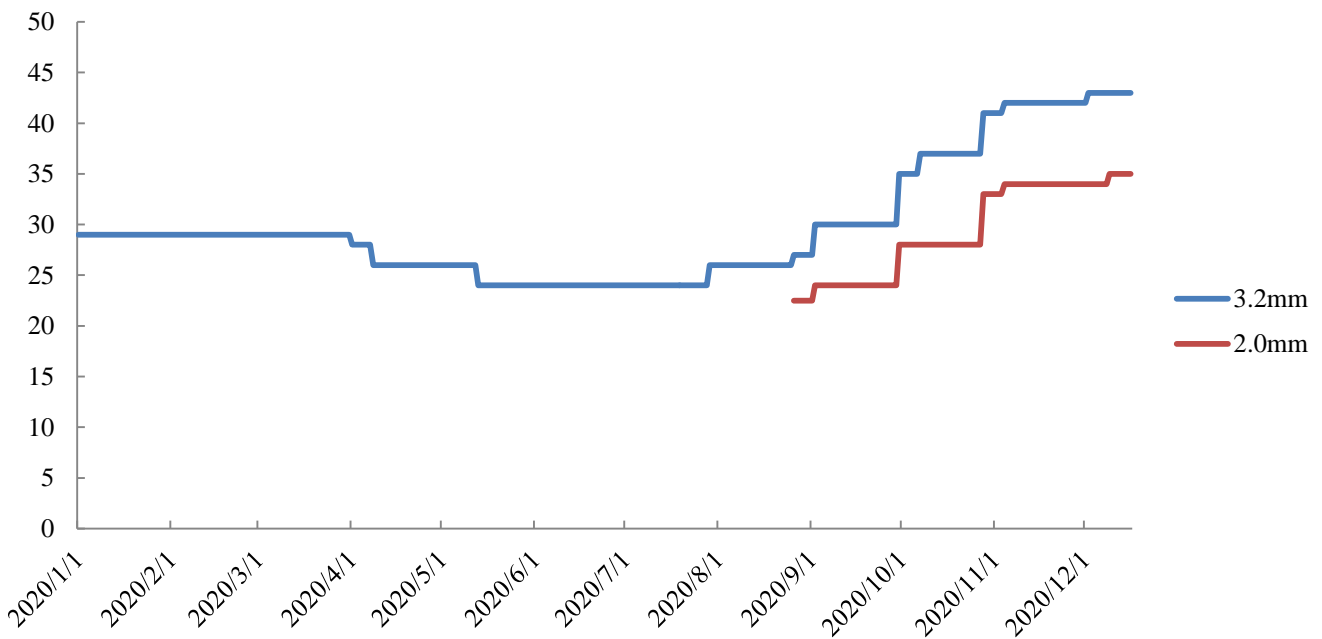
光伏玻璃产能放开，未来价格将回归理性：

近日工信部再发征求意见稿，明确光伏压延玻璃可不制定产能置换方案。我们认为产能放开，将增加光伏玻璃供应，光伏玻璃紧缺局面将逐步缓解，价格将理性回归；同时我们预期未来国家会出台相应实施细则，对企业环保能耗排放，技术标准指标作出明确规定，引导行业健康有序发展。

公司表示 12 月、1 月市场需求都还很旺，春节期间深加工会有些停产，而组件厂商还有生产需求，未来 2、3 个月价格会比较平稳。我们预期 2021 年一季度光伏玻璃仍将保持紧缺状态。

基于公司庞大的产能规划目标，未来产量的增长将支撑公司业绩持续高增长。

图1：2020年光伏玻璃价格走势



资料来源：PVInfolink、国元证券经纪（香港）整理

成功再配售集资，长远市占率目标 45%及以上：

基于产能放开政策预期，公司以每股 13 港元配售 3 亿股，所得款项净额将约 38.76 亿港元，主要用于光伏玻璃新产能的资本开支。公司 2021 年将会在芜湖市每个季度分别投产一条 1000 吨日熔量的玻璃产线，张家港 4 条 1000 吨项目启动中，计划在 2022 年内全部投产。此外，公司远期筹划产能 16 条（包括芜湖 12 条和北海 4 条）。公司 2020 年市占率约 35%，未来将进一步达到 40-45%及以上。

给予持有评级，提高目标价至 17.8 港元：

公司发布盈喜预计 2020 年净利润将实现同比增长 75%~95%，对应 42~47 亿港元。我们根据公司产能投放进度和对玻璃价格理性回归的假设，初步预测 2021 年盈利同比增长 29.5%。结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 17.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 23 倍和 18 倍 PE，目标价较现价有 10% 上升空间，给予持有评级。

风险提示：

海内外疫情影响下光伏装机需求不及预期；

光伏玻璃价格下跌

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	33.13	591	90.3	51.2	32.8	26.8	11.6	9.9	7.6	5.9
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	39.92	64	-65.8	60.2	30.7	19.0	2.9	2.9	2.6	2.3
	000012.SZ	南玻A	RMB	7.21	168	41.3	26.4	21.4	17.6	2.2	2.2	2.1	2.0
	平均					21.9	46.0	28.3	21.1	5.6	5.0	4.1	3.4
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	24.50	702	59.8	33.5	23.7	17.1	7.5	6.7	5.2	4.2
	3868.HK	信义能源	HKD	4.22	300	33.7	28.3	25.3	25.1	3.1	2.8	2.6	2.4
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	0.91	32	30.9	-	-	-	12.2	-	-	-
	平均					46.7	30.9	24.5	21.1	5.3	4.8	3.9	3.3
	0968.HK	信义光能	HKD	16.20	1,378	45.2	24.9	21.0	16.5	9.2	7.4	6.1	5.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	7,672	9,096	13,081	16,507	21,938
经营成本	(4,711)	(5,185)	(6,469)	(7,508)	(11,911)
销售费用	(271)	(282)	(463)	(502)	(620)
行政费用	(413)	(427)	(696)	(683)	(665)
财务开支	(246)	(254)	(149)	(117)	(18)
应占合营公司溢利	34	39	40	41	42
应占联营公司溢利	10	(6)	(6)	(6)	(6)
税前盈利	2,246	3,093	5,489	6,989	8,745
所得税	(205)	(294)	(526)	(691)	(863)
少数股东应占利润	179	382	519	545	572
归属股东净利润	1,863	2,416	4,444	5,753	7,309
折旧及摊销	707	795	870	1,053	1,108
EBITDA	2,023	2,794	5,191	6,515	8,233
增长					
总收入 (%)	-	19%	44%	26%	33%
EBITDA (%)	-	38%	86%	26%	26%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	784	2,221	3,281	5,420	8,071
应收账款	4,154	5,437	5,076	5,549	6,003
存货	430	410	543	644	757
其他流动资产	1,436	1,399	1,743	2,045	2,045
流动资产	6,803	9,467	10,643	13,657	16,876
固定资产	15,804	16,711	18,183	18,492	18,492
其他固定资产	1,285	2,219	741	702	702
非流动资产	17,089	18,930	18,924	19,194	19,194
总资产	23,893	28,397	29,566	32,852	36,070
流动负债	6,737	5,290	5,097	4,438	4,306
应付帐款	2,780	2,220	2,303	1,720	1,588
短期银行贷款	3,773	2,804	2,569	2,493	2,493
其他短期负债	184	266	225	225	225
非流动负债	5,096	4,534	3,009	2,708	2,708
长期银行贷款	4,997	3,880	2,940	2,639	2,639
其他负债	100	654	69	69	69
总负债	11,834	9,824	8,105	7,146	7,014
少数股东权益	1,625	4,396	4,898	5,946	6,157
股东权益	10,434	14,177	16,563	19,760	22,899
每股账面值(港元)	1.61	2.30	2.65	2.92	3.30
营运资金	66	4,177	5,546	9,219	12,570

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	26%	31%	40%	39%	38%
净利率 (%)	24%	27%	34%	35%	33%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	3%
实际税率 (%)	9%	10%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	41%	34%	34%	34%	34%
库存周转	62	54	54	54	54
应付账款天数	199	206	206	206	206
应收账款天数	98	84	84	84	84
ROE (%)	18%	17%	27%	29%	32%
ROA (%)	8%	9%	15%	18%	21%
财务状况					
净负债/股本	0.8	0.3	0.1	(0.0)	(0.1)
收入/总资产	0.32	0.32	0.44	0.50	0.61
总资产/股本	2.29	2.00	1.79	1.66	1.58
收入对利息倍数	(31.1)	(35.8)	(87.5)	(141.1)	(1,214.5)

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2,023	2,794	5,191	6,515	8,233
融资成本	256	304	172	150	72
营运资金变化	-	4,111	1,369	3,673	3,351
所得税	(233)	(276)	(526)	(691)	(863)
营运现金流	2,310	1,583	5,744	5,825	8,189
资本开支	(3,059)	(2,351)	(2,521)	(1,541)	(1,541)
其他投资活动	23	89	56	68	19
投资活动现金流	(3,035)	(2,262)	(2,464)	(1,473)	(1,522)
负债变化	(1,175)	(376)	(1,109)	0	0
股本变化	91	133	66	133	91
股息	(641)	(878)	(1,035)	(1,827)	(2,897)
其他融资活动	1,899	3,248	(132)	(508)	(1,200)
融资活动现金流	174	2,127	(2,210)	(2,202)	(4,006)
现金变化	(551)	1,447	1,070	2,149	2,661
期初持有现金	1,381	784	2,221	3,281	5,420
汇率变动	(46)	(10)	(10)	(10)	(10)
期末持有现金	784	2,221	3,281	5,420	8,071

财务报表摘要
损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	7,672	9,096	12,332	14,955	17,029
经营成本	(4,711)	(5,185)	(6,792)	(8,550)	(9,736)
销售费用	(271)	(282)	(435)	(512)	(585)
行政费用	(413)	(427)	(653)	(761)	(870)
财务开支	(246)	(254)	(149)	(126)	(40)
应占合营公司溢利	34	39	40	41	42
应占联营公司溢利	10	(6)	(6)	(6)	(6)
税前盈利	2,246	3,093	4,488	5,193	5,985
所得税	(205)	(294)	(428)	(514)	(591)
少数股东应占利润	179	382	519	545	572
归属股东净利润	1,863	2,416	3,541	4,134	4,821
折旧及摊销	707	817	870	1,053	1,108
EBITDA	2,023	2,772	4,162	4,737	5,460
增长					
总收入 (%)	-	19%	36%	21%	14%
EBITDA (%)	-	37%	50%	14%	15%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	784	2,221	2,377	3,230	4,159
应收账款	4,154	5,437	5,076	5,549	6,003
存货	430	410	543	644	757
其他流动资产	1,436	1,399	1,743	2,045	2,045
流动资产	6,803	9,467	9,739	11,467	12,964
固定资产	15,804	16,711	18,183	18,492	18,492
其他固定资产	1,285	2,219	741	702	702
非流动资产	17,089	18,930	18,924	19,194	19,194
总资产	23,893	28,397	28,663	30,661	32,158
流动负债	6,737	5,290	5,097	4,438	4,306
应付帐款	2,780	2,220	2,303	1,720	1,588
短期银行贷款	3,773	2,804	2,569	2,493	2,493
其他短期负债	184	266	225	225	225
非流动负债	5,096	4,534	3,009	2,708	2,708
长期银行贷款	4,997	3,880	2,940	2,639	2,639
其他负债	100	654	69	69	69
总负债	11,834	9,824	8,105	7,146	7,014
少数股东权益	1,625	4,396	4,443	5,125	4,106
股东权益	10,434	14,177	16,115	18,390	21,038
每股账面值(港元)	1.61	2.30	2.54	2.91	3.11
营运资金	66	4,177	4,643	7,029	8,658

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	26%	30%	34%	32%	32%
净利率 (%)	24%	27%	29%	28%	28%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	9%	10%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	41%	34%	34%	34%	34%
库存周转	62	54	54	54	54
应付账款天数	199	206	206	206	206
应收账天数	98	84	84	84	84
ROE (%)	18%	17%	22%	22%	23%
ROA (%)	8%	9%	12%	14%	15%
财务状况					
净负债/股本	0.8	0.3	0.2	0.1	0.0
收入/总资产	0.32	0.32	0.43	0.49	0.53
总资产/股本	2.29	2.00	1.78	1.67	1.53
收入对利息倍数	(31.1)	(35.8)	(82.5)	(118.6)	(426.1)

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2,023	2,772	4,162	4,737	5,460
融资成本	256	304	172	150	72
营运资金变化	-	4,111	466	2,386	1,629
所得税	(233)	(276)	(428)	(514)	(591)
营运现金流	2,310	1,583	4,841	4,214	5,723
资本开支	(3,059)	(2,351)	(2,521)	(1,541)	(1,541)
其他投资活动	23	89	56	59	19
投资活动现金流	(3,035)	(2,262)	(2,464)	(1,482)	(1,522)
负债变化	(1,175)	(376)	(1,109)	0	0
股本变化	91	133	106	125	936
股息	(641)	(878)	(1,035)	(1,494)	(2,152)
其他融资活动	1,899	3,248	(172)	(501)	(2,045)
融资活动现金流	174	2,127	(2,210)	(1,870)	(3,261)
现金变化	(551)	1,447	166	862	940
期初持有现金	1,381	784	2,221	2,377	3,230
汇率变动	(46)	(10)	(10)	(10)	(10)
期末持有现金	784	2,221	2,377	3,230	4,159

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>