

## 买入

## 光伏玻璃价格理性回归，凸显公司龙头竞争优势

信义光能 (0968.HK)

2020-03-08 星期一

## 投资要点

目标价: **16.5 港元**  
 现价: 12.86 港元  
 预计升幅: 28%

➤ **2020 年盈利同比增长 88.7%，光伏玻璃毛利高达 49%：**

2020 年公司实现收入 123.16 亿港元，同比增长 35.4%；盈利 45.61 亿港元，同比增长 88.7%；基本每股盈利 55.4 港仙，全年派息 25.5 港仙。期内光伏玻璃收入同比大幅增长 47.7%，光伏玻璃毛利率同比提升 16.9 个百分点至 49.0%，带来公司整体毛利率同比提升 10.5 个百分点至 53.5%。

## 重要数据

日期	2021-03-08
收盘价 (港元)	12.86
总股本 (亿股)	88.09
总市值 (亿港元)	1,133
净资产 (百万港元)	26,522
总资产 (百万港元)	43,423
52 周高低 (港元)	24.8/3.63
每股净资产 (港元)	3.01

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **稳健的财务状况有力支持光伏玻璃加速扩产：**

截至 2020 年底，公司在手现金 92.9 亿港元，处于净现金状态，稳健的财务状况有力支持未来扩张计划，2021 年度资本开支约 50 亿港元，其中 70% 用于建设光伏玻璃新产线；30% 投资光伏电站。根据公司新产能投放进度，预计 2021 年有效熔化量将同比增长 41.3%。2021 年公司拟投产安徽芜湖 4 条 1000 吨产线，其中第 1 条已于 1 月底点火、其余 3 条将陆续于 3 月底和年中点火。江苏张家港规划 4 条新产线，有望在 2022 年建设投产，远期安徽芜湖 12 条产线已启动建设。

➤ **2021 年光伏玻璃价格将逐步理性回归：**

PVInfoLink 最新数据显示，3.2mm、2.0mm 价格分别为 40、32.5 元/平米，周环比分别下降 3 元/平米和 2 元/平米。预计随着新产能逐步投放，光伏玻璃供应紧张局面趋于缓解，光伏玻璃价格将逐步理性回归。我们认为在价格下行趋势下，公司规模成本资金一体化优势将得到充分体现，有利于公司在行业竞争中继续保持龙头地位。

➤ **目标价 16.5 港元，给予买入评级：**

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 42.6%。结合行业内可比公司估值情况，更新公司目标价 16.5 港元，相当于 2021 年和 2022 年 22 倍和 20 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，给予买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	9,096	12,316	17,288	21,755	27,138
同比增长(%)	18.6%	35.4%	34.0%	28.8%	26.9%
净利润	2,416	4,561	6,505	7,221	8,085
同比增长(%)	29.7%	88.7%	42.6%	11.0%	12.0%
每股盈利 (港元)	30.28	55.40	73.84	81.97	91.78
PE@12.86HKD	42.5	23.2	17.4	15.7	14.0
每股股息 (港元)	14.00	25.50	33.97	37.71	42.22
股息率	1.1%	2.0%	2.6%	2.9%	3.3%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 重要数据

日期	2021-03-08
收盘价 (港元)	12.86
总股本 (亿股)	88.09
总市值 (亿港元)	1,133
净资产 (百万港元)	26,522
总资产 (百万港元)	43,423
52 周高低 (港元)	24.8/3.63
每股净资产 (港元)	3.01

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

信义集团(玻璃)有限公司 (22.86%)

## 相关报告

首次报告-20200618

更新报告-20200804

更新报告-20201221

## 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

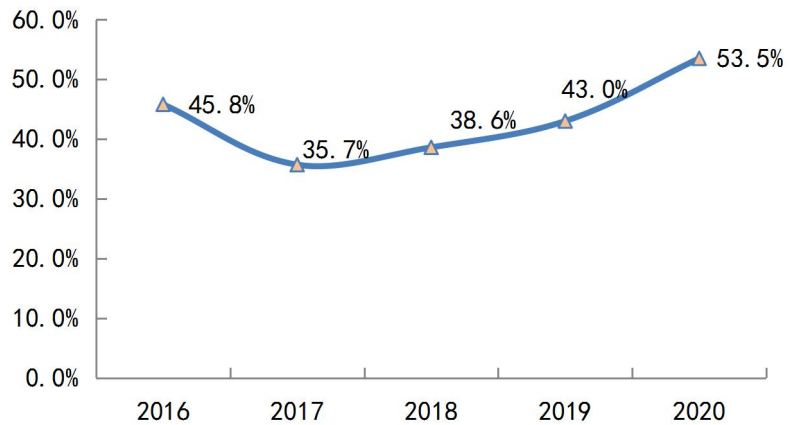
Email: yangyq@gyqz.com.hk

## 报告正文

### 2020 年盈利同比增长 88.7%，光伏玻璃毛利高达 49%：

2020 年公司实现收入 123.16 亿港元，同比增长 35.4%；股东应占盈利 45.61 亿港元，同比增长 88.7%；基本每股盈利 55.4 港仙，拟派发末期股息每股 17 港仙，全年派息 25.5 港仙。期内太阳能玻璃业务收入同比大幅增长 47.7%，在产品组合优化、售价提升及成本下降的综合作用下，太阳能玻璃业务下半年毛利率录得大幅增长，带动全年毛利率按年提升 16.9 个百分点至 49.0%，带来公司整体毛利率同比提升 10.5 个百分点至 53.5%。

图 1：公司毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 稳健的财务状况有力支持光伏玻璃加速扩产：

2021 年公司拟投产安徽芜湖 4 条 1000 吨产线，其中第 1 条已于 1 月底点火、其余 3 条将陆续于 3 月底和年中点火。江苏张家港规划 4 条新产线，有望在 2022 年建设投产，远期安徽芜湖 12 条产线已启动建设。

表 1：计划新增超白光伏原片玻璃生产线

预计投产年份	地点	新增生产线数量	日熔量 (吨/日)	实际/预计投产时间
2021	安徽芜湖	1	1000	1 月 28 日
2021	安徽芜湖	1	1000	3 月底
2021	安徽芜湖	2	2000	年中
2022	江苏张家港	4	4000	预计 2022 年建设完成
筹建中产线	安徽芜湖	12	12000	已启运建设，投产时间待定

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

截至 2020 年底，公司现金及现金等价物 92.9 亿港元（2019：22.2 亿港元），处于净现金状态（2019 净负债率：24.0%）。稳健的财务状况有力支持未来扩张计划，2021 年度资本开支约 50 亿港元，其中 70% 将用作新建原片玻璃及加工玻璃生产线；30% 将投资于开发大型地面太阳能发电场项目。根据公司新产能投放进度，预计 2021 年有效熔化量将同比增长 41.3%。

**图 2：有效年熔化量（单位：千吨）**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**2021 年光伏玻璃价格将逐步理性回归：**

PV InfoLink 最新数据显示，3.2mm、2.0mm 价格分别为 40、32.5 元/平米，周环比分别下降 3 元/平米和 2 元/平米。预计随着新产能逐步投放，光伏玻璃供应紧张的局面将趋于缓解，光伏玻璃将从供应紧张逐步转向供需平衡，从而带来光伏玻璃价格逐步理性回归至合理水平。我们认为在价格下行趋势下，公司规模成本资金一体化优势将得到充分体现，有利于公司在行业竞争中继续保持龙头地位。

考虑到 2020 年光伏玻璃上半年价格低基数，而 2021 年享有溢价的薄片玻璃占比正快速提升，我们预期 2021 年公司全年光伏玻璃均价同比仍将保持增长，因此在玻璃产能高增长的情形下，预期公司 2021 年业绩仍将持续高增长。

**目标价 16.5 港元，给予买入评级：**

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 42.6%。

结合行业内可比公司估值情况，更新公司目标价 16.5 港元，相当于 2021 年和 2022 年 22 倍和 20 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，给予买入评级。

**风险提示:**

光伏装机需求不及预期；光伏玻璃价格下跌超出预期

**表2：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	30.24	599	90.5	44.2	26.6	22.2	11.6	9.7	7.2	5.5
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	36.33	58	-59.9	0.0	21.6	13.6	2.7	0.0	2.3	2.0
	000012.SZ	南玻A	RMB	6.65	159	38.1	22.8	19.3	17.3	2.0	2.0	1.8	1.7
	平均					<b>22.9</b>	<b>22.3</b>	<b>22.5</b>	<b>17.7</b>	<b>5.4</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.80	716	61.1	30.4	18.4	14.0	7.7	6.9	5.2	4.2
	3868.HK	信义能源	HKD	3.90	277	31.1	0.0	22.5	19.9	2.3	2.3	2.2	2.1
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	1.59	56	53.9	-	-	-	21.2	-	-	-
	平均					<b>46.1</b>	<b>15.2</b>	<b>20.5</b>	<b>17.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	12.86	1,133	42.5	23.2	17.4	15.7	4.3	4.2	3.9	3.4

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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	9,096	12,316	17,288	21,755	27,138
经营成本	(5,185)	(5,732)	(7,489)	(11,936)	(16,297)
销售费用	(282)	(317)	(527)	(617)	(732)
行政费用	(427)	(548)	(713)	(655)	(654)
财务开支	(254)	(130)	(74)	32	114
应占合营公司溢利	39	36	37	37	38
应占联营公司溢利	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)
税前盈利	3,093	5,758	7,781	8,604	9,594
所得税	(294)	(735)	(731)	(811)	(908)
少数股东应占利润	382	462	545	572	601
归属股东净利润	2,416	4,561	6,505	7,221	8,085
折旧及摊销	795	870	1,053	1,108	1,125
EBITDA	2,794	5,299	7,293	8,044	9,049
增长					
总收入 (%)	19%	35%	40%	26%	25%
EBITDA (%)	38%	90%	38%	10%	13%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	2,221	9,291	11,277	13,397	16,952
应收账款	5,437	5,297	5,549	6,003	2,847
存货	410	728	863	1015	1015
其他流动资产	1,399	4,561	5,385	5,385	5,385
流动资产	9,467	19,878	23,074	25,800	26,199
固定资产	16,711	20,406	20,715	21,575	21,575
其他固定资产	2,219	3,139	1,481	1,481	1,481
非流动资产	18,930	23,545	22,197	23,056	23,056
总资产	28,397	43,423	45,270	48,856	49,255
流动负债	5,290	7,725	5,944	4,941	5,735
应付帐款	2,220	3,378	1,720	1,588	2,381
短期银行贷款	2,804	3,410	3,335	2,465	2,465
其他短期负债	266	938	889	889	889
非流动负债	4,534	3,674	2,726	(755)	(755)
长期银行贷款	3,880	2,703	2,402	(1,079)	(1,079)
其他负债	654	971	324	324	324
总负债	9,824	11,399	8,670	4,186	4,980
少数股东权益	4,396	5,503	15,452	20,430	15,751
股东权益	14,177	26,522	21,148	24,240	28,524
每股账面值(港元)	2.30	3.96	4.15	5.07	0.00
营运资金	4,177	12,153	17,130	20,859	20,464

财务分析

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	31%	43%	42%	37%	33%
净利率 (%)	27%	37%	38%	33%	30%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	4%	4%	3%	2%
实际税率 (%)	10%	13%	9%	9%	9%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
库存周转	24	27	30	30	30
应付账款天数	176	178	124	124	124
应收账款天数	192	159	114	114	114
ROE (%)	17%	17%	31%	30%	28%
ROA (%)	9%	13%	15%	15%	16%
财务状况					
净负债/股本	0.3	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.5)
收入/总资产	0.32	0.28	0.38	0.45	0.55
总资产/股本	2.00	1.64	2.14	2.02	1.73
收入对利息倍数	(35.8)	(94.4)	(233.8)	680.1	237.1

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	2,794	5,299	7,293	8,044	9,049
融资成本	304	191	167	81	20
营运资金变化	4,111	7,976	4,977	3,729	(395)
所得税	(276)	(735)	(731)	(811)	(908)
营运现金流	1,583	6,538	5,632	8,002	13,665
资本开支	(2,351)	(2,521)	(1,541)	(1,541)	(2,202)
其他投资活动	89	96	129	20	39
投资活动现金流	(2,262)	(2,425)	(1,411)	(1,520)	(2,164)
负债变化	(376)	(1,109)	(4,352)	0	0
股本变化	133	139	133	91	9
股息	(878)	(1,035)	(1,849)	(3,243)	(3,585)
其他融资活动	3,248	4,973	3,843	(1,200)	(4,361)
融资活动现金流	2,127	2,967	(2,224)	(4,352)	(7,937)
现金变化	1,447	7,080	1,996	2,130	3,564
期初持有现金	784	2,221	9,291	11,277	13,397
汇率变动	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
期末持有现金	2,221	9,291	11,277	13,397	16,952

## 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>