

## 买入

## 扩产优势明显，业绩稳定增长

信义光能 (0968.HK)

2022-03-10 星期四

## 投资要点

目标价: **18.0 港元**  
 现价: 13.8 港元  
 预计升幅: 30%

## 重要数据

日期	2022-03-09
收盘价 (港元)	13.8
总股本 (亿股)	88.92
总市值 (亿港元)	1,227
净资产 (百万港元)	30,312
总资产 (百万港元)	49,070
52 周高低 (港元)	19.36/9.67
每股净资产 (港元)	3.41

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 (22.858%)

## 相关报告

首次报告-20200618

更新报告-20200804

更新报告-20201221/20210308

更新报告-20210817/1222

## 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2021 年盈利增长 7.97%，光伏玻璃毛利率回归理性：**

2021 年公司实现收益约 160.65 亿港元，同比增长 30.44%；股东应占溢利约 49.24 亿港元，同比增长 7.97%；基本每股盈利 55.65 港仙；拟派每股末期股息 10.0 港仙。毛利同比增加 14.7% 至 75.485 亿港元。公司整体毛利率下降至 47.0%(2020 年: 53.5%)，主要由于光伏玻璃分部的毛利率下降，期内光伏玻璃毛利率为 41.1%(2020 年: 49%)。

➤ **公司扩产优势明显，业绩稳定增长：**

公司计划于 2022 年新增 8 条日熔量各为 1000 吨的新太阳能玻璃生产线，其中四条位于江苏省张家港，另外 4 条位于安徽省芜湖。这 8 条新线中，3 条及 5 条线预计将分别于上半年及下半年投入运作。目前正在进行冷修的两条日熔量各为 900 吨的生产线，预计将于 2022 年第二季度恢复运作。除此之外，还有 2 条 1200 吨的生产线在云南，筹建工作在有序进行。公司规模成本一体化优势有利于公司加速扩产，进一步提升市占率，未来以量抵价带来业绩稳定增长。

➤ **光伏玻璃行业需求向好，价格筑底后小幅上升：**

受益国内分布式装机爆发式增长以及海外市场抢装等因素拉动，1 季度淡季不淡，需求旺盛。而光伏玻璃行业前期由于原材料和能源单位成本上升导致利润率下降，光伏玻璃价格在经历低谷回调后，在当前水平（主流 3.2mm 镀膜：25-26 元/平米）趋向稳定，下行空间有限，龙头企业盈利有保障。

➤ **目标价 18.0 港元，维持买入评级：**

我们更新公司目标价至 18.0 港元，相当于 2022 年和 2023 年 24 倍和 20 倍 PE，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	9,096	12,316	16,065	21,096	27,242
同比增长(%)	18.6%	35.4%	34.0%	28.8%	26.9%
净利润	2,416	4,561	4,924	6,608	7,749
同比增长(%)	29.7%	88.7%	8.0%	34.2%	17.3%
每股盈利 (港仙)	30.28	55.40	55.65	75.01	87.96
PE@13.8HKD	45.6	24.9	24.8	18.4	15.7
每股股息 (港仙)	14.00	25.50	27.00	34.51	40.46
股息率	1.0%	1.8%	2.0%	2.5%	2.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

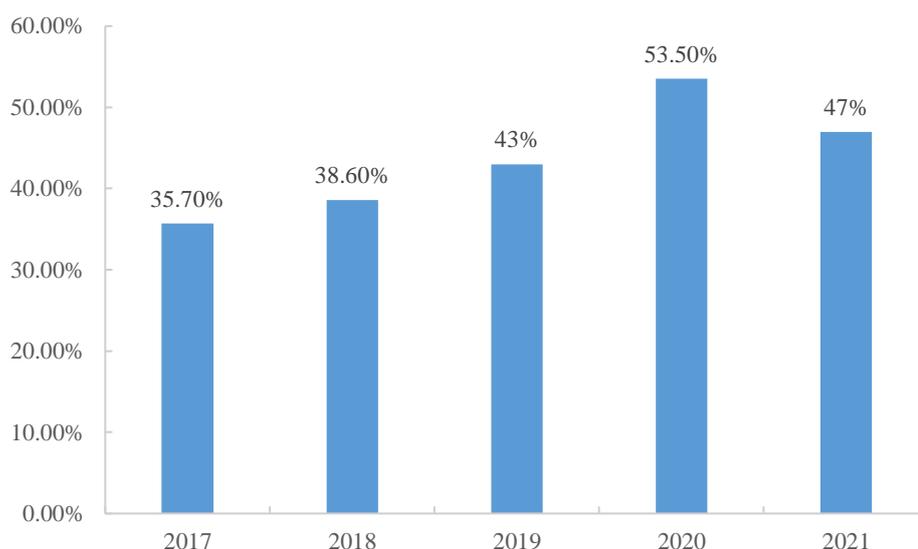
## 报告正文

### 2021 年盈利增长 7.97%，光伏玻璃毛利率回归理性：

2021 年公司实现收益约 160.65 亿港元，同比增长 30.44%；股东应占溢利约 49.24 亿港元，同比增长 7.97%；基本每股盈利 55.65 港仙；拟派每股末期股息 10.0 港仙。毛利同比增加 14.7% 至 75.485 亿港元。

公司整体毛利率下降至 47.0%(2020 年：53.5%)，主要由于光伏玻璃分部的毛利率下降，期内光伏玻璃毛利率为 41.1%(2020 年：49%)。

图 1：公司综合毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 光伏电站稳步增长，2022 年新增装机目标为 720MW：

于 2021 年 12 月底，公司太阳能发电场项目累计并网规模 4,073 兆瓦，项目主要为：在安徽、湖北、广东、广西、河南、天津等 10 个省/直辖市自有 53 个电站项目（包括地面及分布式电站）和 1 个合营项目。其中，3,844MW 为大型地面集中式项目，229MW 为分布式项目，含补贴的项目为 2,164MW，期中 2,104MW 已经纳入可再生能源补贴清单，2022 年新增装机目标为 720 兆瓦。

### 2022 年资本开支 70 亿港元，光伏玻璃占 70%：

新增资本开支 70 亿港元，主要在光伏玻璃和光伏电站方面，其中 70% 是光伏玻璃，30% 为大型地面电站，因为公司会持续出售建成的电站，公司在新建电站的资本支出并不多。

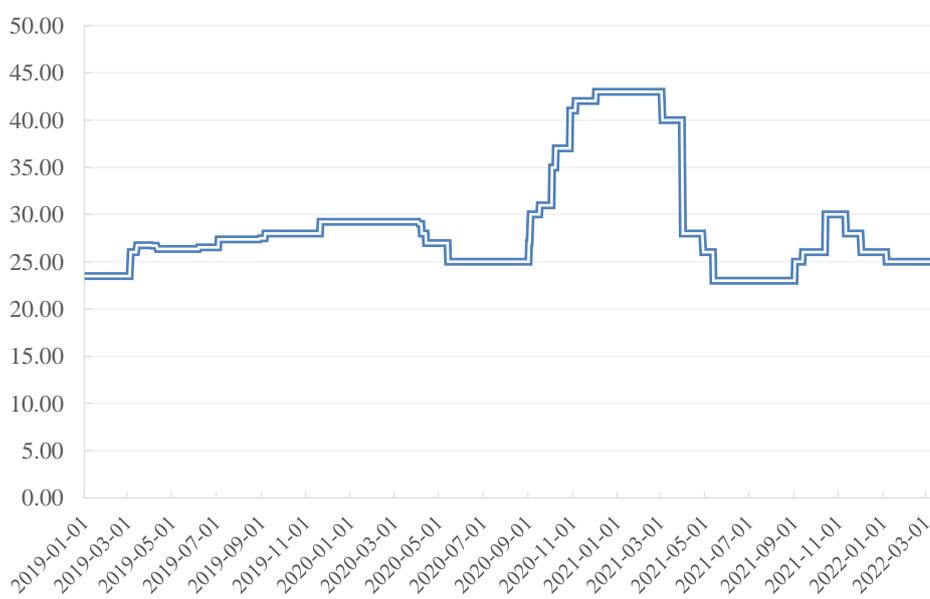
### 2022 年计划新增 8 条 1000 吨光伏玻璃生产线：

2021 年公司新增 4 条日容量为 1,000 吨的太阳能玻璃生产线。于 2021 年 12 月底，公司总日容量达 13,800 吨，并将于 2022 年新增 8 条日容量各为 1000 吨的新太阳能玻璃生产线，其中四条位于江苏省张家港，另外 4 条位于安徽省芜湖。这八条新线中，3 条及 5 条线预计将分别于上半年及下半年投入运作。目前正在进行冷修的两条日容量各为 900 吨的生产线，预计将于 2022 年第二季度恢复运作。除此之外，还有 2 条 1200 吨的生产线在云南，筹建工作在有序进行。公司规模成本一体化优势有利于公司加速扩产，进一步提升市占率，未来以量抵价带来业绩稳定增长。

### 光伏玻璃行业需求向好，光伏玻璃价格筑底后小幅上升：

受益国内分布式装机爆发式增长以及海外市场抢装等因素拉动，1 季度淡季不淡，需求旺盛。而光伏玻璃行业前期由于原材料和能源单位成本上升导致利润率下降，光伏玻璃价格在经历低谷回调后，在当前水平（主流 3.2mm 镀膜：25-26 元/平米）趋向稳定，下行空间有限，龙头盈利有保障。

图 2：光伏玻璃价格走势（镀膜, 3.2mm）单位：人民币元/平方米



资料来源：百川盈孚、国元证券经纪（香港）整理

### 目标价 18.0 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价至 18.0 港元，相当于 2022 年和 2023 年 24 倍和 20 倍 PE，目标价较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

**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；能源成本上升

**表1：行业估值**

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	50.02	971	65.9	46.0	33.9	26.4	9.4	8.2	6.4	4.9
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	27.40	55	39.6	40.8	18.8	13.5	1.6	1.8	1.6	1.4
	000012.SZ	南玻A	CNY	7.57	176	29.8	7.5	7.0	6.4	2.0	0.4	0.4	0.3
<b>平均</b>						<b>45.1</b>	<b>31.4</b>	<b>19.9</b>	<b>15.4</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	33.70	1,202	37.4	25.2	16.5	0.0	5.3	5.2	5.1	5.1
	3868.HK	信义能源	HKD	4.14	294	31.9	0.0	19.7	16.5	2.4	2.4	2.2	2.1
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	13.60	24	9.2	-	-	-	1.0	1.5	1.5	1.5
<b>平均</b>						<b>26.2</b>	<b>12.6</b>	<b>18.1</b>	<b>8.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	13.80	1,227	26.9	24.8	18.4	15.7	4.0	4.0	3.8	3.6

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	2021	2022E	2023E
<b>收入</b>	9,096	12,316	16,065	21,096	27,242
经营成本	(5,185)	(5,732)	(8,516)	(11,936)	(16,692)
销售费用	(282)	(317)	(527)	(598)	(735)
行政费用	(427)	(548)	(711)	(631)	(657)
财务开支	(254)	(130)	16	(38)	37
应占合营公司溢利	39	36	38	39	40
应占联营公司溢利	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>税前盈利</b>	3,093	5,758	6,568	7,924	9,222
所得税	(294)	(735)	(987)	(744)	(872)
少数股东应占利润	382	462	657	572	601
<b>归属股东净利润</b>	2,416	4,561	4,924	6,608	7,749
折旧及摊销	795	870	1,053	1,108	1,125
<b>EBITDA</b>	2,794	5,299	5,989	7,413	8,755
<b>增长</b>					
总收入 (%)	19%	35%	30%	31%	29%
EBITDA (%)	38%	90%	13%	24%	18%

**资产负债表**

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021	2022E	2023E
现金	2,221	9,291	7,458	8,854	12,399
应收账款	5,437	5,297	7,070	6,003	2,847
存货	410	728	2045	2405	2405
其他流动资产	1,399	4,561	4,251	4,122	4,122
<b>流动资产</b>	9,467	19,878	20,825	21,384	21,774
固定资产	16,711	20,406	1,917	2,777	2,777
其他固定资产	2,219	3,139	22,927	1,237	1,237
<b>非流动资产</b>	18,930	23,545	24,844	4,014	4,014
<b>总资产</b>	28,397	43,423	49,070	25,398	25,788
<b>流动负债</b>	5,290	7,725	7,716	4,669	5,462
应付帐款	2,220	3,378	3,718	1,588	2,381
短期银行贷款	2,804	3,410	3,658	2,787	2,787
其他短期负债	266	938	341	294	294
<b>非流动负债</b>	4,534	3,674	5,457	1,182	1,182
长期银行贷款	3,880	2,703	4,350	869	869
其他负债	654	971	1,107	313	313
<b>总负债</b>	9,824	11,399	13,173	5,850	6,644
少数股东权益	4,396	5,503	5,585	(4,542)	(9,130)
<b>股东权益</b>	14,177	26,522	30,312	24,089	28,274
每股账面值(港元)	2.30	3.96	4.08	2.22	0.00
营运资金	4,177	12,153	13,109	16,715	16,311

**财务分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	31%	43%	37%	35%	32%
净利率 (%)	27%	37%	31%	31%	28%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	5%	4%	4%	3%	2%
实际税率 (%)	10%	13%	15%	9%	9%
股息支付率 (%)	46%	46%	49%	46%	46%
库存周转	24	27	30	30	30
应付账款天数	176	178	152	152	152
应收帐款天数	192	159	140	140	140
ROE (%)	17%	17%	16%	27%	27%
ROA (%)	9%	13%	11%	18%	30%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.3	(0.1)	0.0	(0.2)	(0.3)
收入/总资产	0.32	0.28	0.33	0.83	1.06
总资产/股本	2.00	1.64	1.62	1.05	0.91
收入对利息倍数	(35.8)	(94.4)	1,011.7	(552.7)	735.0

**现金流量表**

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	2,794	5,299	5,989	7,413	8,755
融资成本	304	191	141	113	51
营运资金变化	4,111	7,976	956	3,607	(404)
所得税	(276)	(735)	(987)	(744)	(872)
<b>营运现金流</b>	1,583	6,538	3,530	6,741	13,372
资本开支	(2,351)	(2,521)	(1,541)	(1,541)	(2,202)
其他投资活动	89	96	(1,588)	22	40
<b>投资活动现金流</b>	(2,262)	(2,425)	(3,129)	(1,519)	(2,162)
负债变化	(376)	(1,109)	(4,352)	0	0
股本变化	133	139	13,221	881	881
股息	(878)	(1,035)	(1,849)	(2,708)	(3,303)
其他融资活动	3,248	4,973	(9,245)	(1,990)	(5,233)
<b>融资活动现金流</b>	2,127	2,967	(2,224)	(3,817)	(7,655)
<b>现金变化</b>	1,447	7,080	(1,823)	1,406	3,555
期初持有现金	784	2,221	9,291	7,458	8,854
汇率变动	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
期末持有现金	2,221	9,291	7,458	8,854	12,399

# 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指，投资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>