

## 持有

## 筹备 A 股发行，产能扩张支撑业绩增长

信义光能 (0968.HK)

2022-8-5 星期五

## 投资要点

目标价: **13.9 港元**  
 现价: 12.04 港元  
 预计升幅: 15%

## 重要数据

日期	2022-08-04
收盘价 (港元)	12.04
总股本 (亿股)	88.96
总市值 (亿港元)	1,071
净资产 (百万港元)	30,105
总资产 (百万港元)	49,469
52 周高低 (港元)	19.23/10.77
每股净资产 (港元)	3.38

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 (22.95%)

## 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  
 更新报告-20220310

## 研究部

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2022H1 盈利同比下滑 38%，光伏玻璃毛利率 26.7%：**

2022H1 公司实现收益约 96.98 亿港元，同比增长 20.1%；股东应占溢利约 19.05 亿港元，同比下降 38%；基本每股盈利 21.42 港仙；每股中期股息 10.0 港仙。期内公司毛利同比下降 26.1%至 33.03 亿港元，综合毛利率下降至 34.1%(2021H1: 55.4%)，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 26.7%(2020 年: 51.2%)。光伏玻璃毛利率下降主要因为行业产能快速扩张带来竞争加剧，同时纯碱、天然气等原材料及能源上升所致。

➤ **筹备 A 股发行，产能扩张支撑业绩增长：**

2022H1，公司新增 3 条 1000 吨复产 2 条 900 吨光伏玻璃产能，总日熔量达 16,800 吨。2022H2 将有 5 条 1,000 吨产能陆续投产，远期筹建中 12 条产线共 12,800 吨。A 股发行，将有利于公司财务结构优化，加速光伏玻璃新产能和晶硅产能的投产；有利在激烈的行业竞争中，进一步提升市占率，发挥龙头高效优势确保盈利能力继续领跑行业；有利公司业绩稳定增长，并将提升公司整体估值水平。

➤ **光伏玻璃价格触底企稳，毛利率趋向合理区间：**

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：27.5 元/平米）趋向稳定，基于未来供需关系，预期未来光伏玻璃价格在现有价格水平上小幅波动，目前行业毛利率水平趋向合理区间。

➤ **目标价 13.9 港元，给予持有评级：**

我们更新公司目标价至 13.9 港元，相当于 2022 年和 2023 年 25 倍和 18 倍 PE，目标价较现价有 15% 上升空间，给予持有评级。

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	12,316	16,065	20,032	27,009	33,690
同比增长(%)	35.4%	30.4%	24.7%	34.8%	24.7%
净利润	4,561	4,924	4,949	6,705	8,130
同比增长(%)	88.7%	8.0%	0.5%	35.5%	21.2%
每股盈利 (港仙)	55.40	55.65	55.63	75.38	91.39
PE@12.04HKD	21.7	21.6	21.6	16.0	13.2
每股股息 (港仙)	25.50	27.00	25.59	34.67	42.04
股息率	2.1%	2.2%	2.1%	2.9%	3.5%

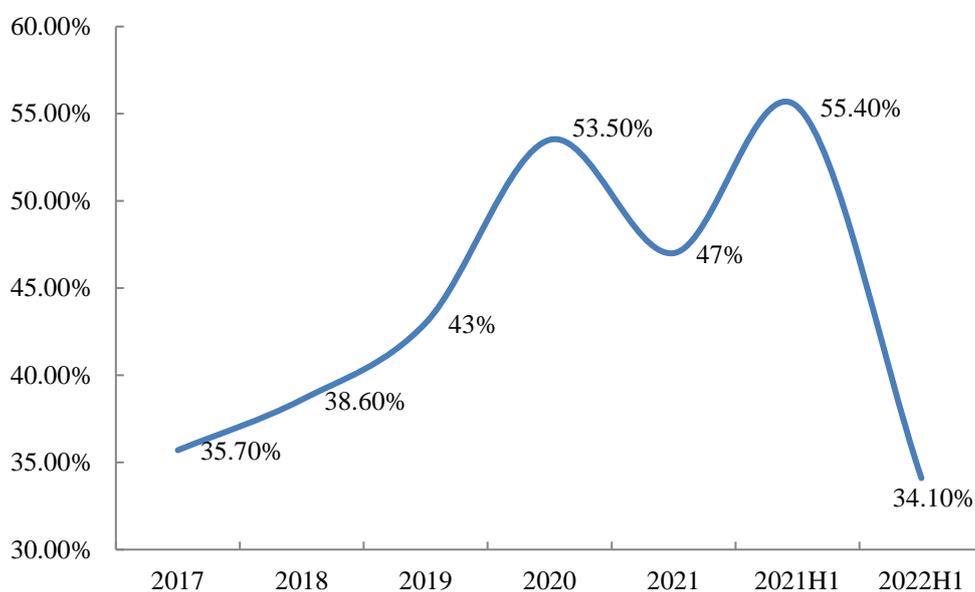
数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2022H1 盈利同比下滑 38%，光伏玻璃毛利率 26.7%：

2022H1 公司实现收益约 96.98 亿港元，同比增长 20.1%；股东应占溢利约 19.05 亿港元，同比下降 38%；基本每股盈利 21.42 港仙；每股中期股息 10.0 港仙。期内公司毛利同比下降 26.1% 至 33.03 亿港元，综合毛利率下降至 34.1% (2021H1: 55.4%)，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 26.7% (2020 年: 51.2%)。光伏玻璃毛利率下降主要因为行业产能快速扩张带来竞争加剧，同时纯碱、天然气等原材料及能源上升所致。

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

### 2022 年新增装机目标 720MW 或有调整：

2022 年上半年，公司太阳能发电场业务的收入及毛利分别按年增加 5.5% 及 4.1%。

于 2022 年 6 月 30 日，公司太阳能发电场项目的累计核准并网容量为 4,115 兆瓦，其中 3,884 兆瓦为大型地面集中式项目，而 231 兆瓦为屋顶分布式发电项目。其中 2,104 兆瓦集中式项目已列入可再生能源发电项目列表，而 1,720 兆瓦为平价上网项目。

受太阳能组件价格高位、土地供应及强制性储能等政策因素影响，2022 年原目标新增 720MW 项目，公司将根据项目进度和并网情况作出灵活调整。

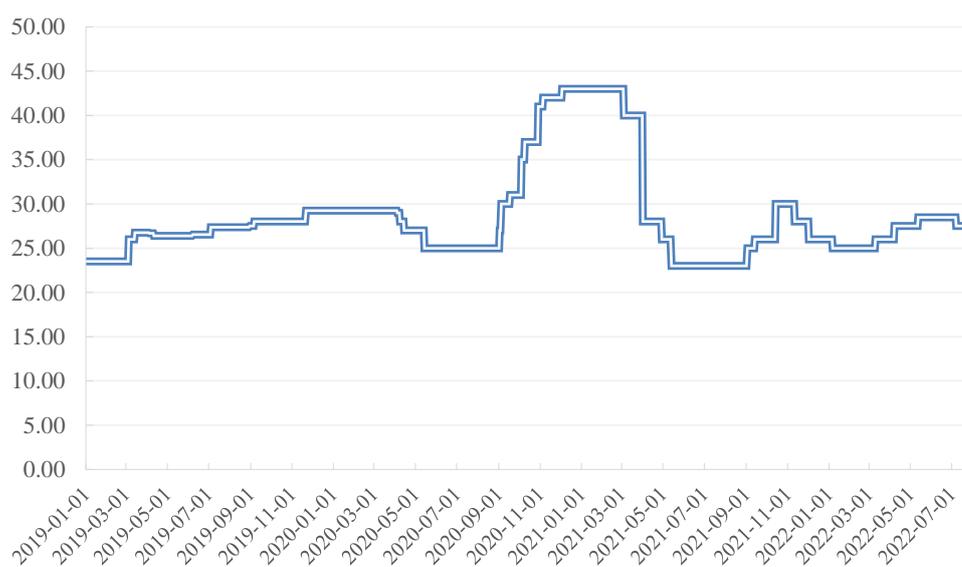
### 筹备 A 股发行，产能扩张支撑业绩增长：

2022H1，公司新增 3 条 1000 吨复产 2 条 900 吨光伏玻璃产能，总日熔量达 16,800 吨。2022H2 将有 5 条 1,000 吨产能陆续投产，远期筹建中 12 条产线共 12,800 吨。A 股发行，将有利于公司财务结构优化，加速光伏玻璃新产能和晶硅产能的投产；有利在激烈的行业竞争中，进一步提升市占率，发挥龙头高效优势确保盈利能力继续领跑行业；有利公司业绩稳定增长，并将提升公司整体估值水平。

### 光伏玻璃价格触底企稳，毛利率趋向合理区间：

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：27.5 元/平方米）趋向稳定，基于未来供需关系，预期未来光伏玻璃价格在现有价格水平上小幅波动，目前行业毛利率水平趋向合理区间。

**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 13.9 港元，给予持有评级：

我们更新公司目标价至 13.9 港元，相当于 2022 年和 2023 年 25 倍和 18 倍 PE，目标价较现价有 15% 上升空间，给予持有评级。

### 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；能源及原材料成本上升

**表1：行业估值**

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	38.41	752	38.9	27.9	20.1	15.8	6.7	5.6	4.5	3.6
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	41.10	82	151.5	46.0	27.5	19.5	2.5	2.3	2.1	1.9
	000012.SZ	南玻A	CNY	6.50	156	13.1	8.8	6.5	5.5	1.7	1.5	1.3	1.1
<b>平均</b>						<b>67.8</b>	<b>27.6</b>	<b>18.0</b>	<b>13.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	25.80	873	21.4	16.5	11.2	8.4	3.7	3.8	3.0	2.3
	3868.HK	信义能源	HKD	3.55	259	21.0	18.3	15.0	12.8	2.1	1.9	1.7	1.5
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	9.05	16	8.0	n/a	n/a	n/a	0.7	n/a	n/a	n/a
<b>平均</b>						<b>16.8</b>	<b>17.4</b>	<b>13.1</b>	<b>10.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	12.04	1,071	21.6	21.6	16.0	13.2	3.6	3.5	3.3	3.2

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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	12,316	16,065	20,032	27,009	33,690
经营成本	(5,732)	(8,516)	(12,801)	(17,665)	(22,347)
销售费用	(317)	(527)	(560)	(729)	(911)
行政费用	(548)	(711)	(582)	(628)	(784)
财务开支	(130)	16	(38)	47	30
应占合营公司溢利	36	38	39	40	40
应占联营公司溢利	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>税前盈利</b>	5,758	6,568	6,095	8,067	9,674
所得税	(735)	(987)	(574)	(761)	(913)
少数股东应占利润	462	657	572	601	631
<b>归属股东净利润</b>	4,561	4,924	4,949	6,705	8,130
折旧及摊销	856	1,120	1,108	1,125	1,181
<b>EBITDA</b>	5,314	5,922	5,546	7,584	9,333
<b>增长</b>					
总收入 (%)	35%	30%	25%	35%	25%
EBITDA (%)	90%	11%	-6%	37%	23%

**资产负债表**

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金	9,291	7,458	9,284	7,560	1,001
应收账款	5,297	7,070	6,003	7,322	8,943
存货	728	2045	2405	2405	2405
其他流动资产	4,561	4,251	4,122	4,122	4,122
<b>流动资产</b>	19,878	20,825	21,814	21,409	16,471
固定资产	20,406	1,917	2,777	2,777	2,777
其他固定资产	3,139	22,927	1,237	1,237	1,237
<b>非流动资产</b>	23,545	24,844	4,014	4,014	4,014
<b>总资产</b>	43,423	49,070	25,827	25,423	20,485
<b>流动负债</b>	7,725	7,716	4,583	5,377	5,377
应付帐款	3,378	3,718	1,588	2,381	2,381
短期银行贷款	3,410	3,658	2,702	2,702	2,702
其他短期负债	938	341	294	294	294
<b>非流动负债</b>	3,674	5,457	841	841	841
长期银行贷款	2,703	4,350	528	528	528
其他负债	971	1,107	313	313	313
<b>总负债</b>	11,399	13,173	5,424	6,218	6,218
少数股东权益	5,503	5,585	(2,791)	(7,610)	(16,938)
<b>股东权益</b>	26,522	30,312	23,194	26,815	31,205
每股账面值(港元)	3.96	4.08	2.29	0.00	0.00
营运资金	12,153	13,109	17,230	16,032	11,094

**财务分析**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	43%	37%	28%	28%	28%
净利率 (%)	37%	31%	25%	25%	24%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	3%	2%	2%
实际税率 (%)	13%	15%	9%	9%	9%
股息支付率 (%)	46%	49%	46%	46%	46%
库存周转	27	30	30	30	31
应付账款天数	178	152	152	152	152
应收账款天数	159	140	140	140	140
ROE (%)	17%	16%	21%	25%	26%
ROA (%)	13%	11%	13%	26%	35%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	(0.1)	0.0	(0.3)	(0.2)	0.1
收入/总资产	0.28	0.33	0.78	1.06	1.64
总资产/股本	1.64	1.62	1.11	0.95	0.66
收入对利息倍数	(94.4)	1,011.7	(524.8)	570.3	1,118.6

**现金流量表**

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	5,314	5,922	5,546	7,584	9,333
融资成本	191	141	113	45	45
营运资金变化	7,976	956	4,122	(1,198)	(4,938)
所得税	(517)	(1,231)	(574)	(761)	(913)
<b>营运现金流</b>	4,284	3,629	5,082	7,773	7,404
资本开支	(3,288)	(4,938)	(1,661)	(2,323)	(2,323)
其他投资活动	93	180	22	41	37
<b>投资活动现金流</b>	(3,195)	(4,758)	(1,639)	(2,281)	(2,286)
负债变化	988	(4,778)	0	0	0
股本变化	139	13,221	881	881	(8)
股息	(907)	(2,593)	(2,708)	(2,540)	(3,361)
其他融资活动	5,667	(6,656)	107	(5,659)	(8,410)
<b>融资活动现金流</b>	5,887	(806)	(1,719)	(7,317)	(11,779)
<b>现金变化</b>	6,977	(1,935)	1,724	(1,826)	(6,661)
期初持有现金	2,221	9,291	7,458	9,284	7,560
汇率变动	93	102	102	102	102
期末持有现金	9,291	7,458	9,284	7,560	1,001

## 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。

#### 分析师声明

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>