

## 买入

## 产能如期释放，龙头优势显著

信义光能 (0968.HK)

2022-11-30 星期三

## 投资要点

目标价：**12.7 港元**  
 现价：8.89 港元  
 预计升幅：43%

## 重要数据

日期	2022-11-29
收盘价 (港元)	8.89
总股本 (亿股)	88.96
总市值 (亿港元)	776
净资产 (百万港元)	30,105
总资产 (百万港元)	49,469
52 周高低 (港元)	15.17/7.16
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-20220310/0805

## 研究部

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

➤ 光伏玻璃短期回暖，产能预警带来行业竞争加剧：

Q4 装机需求拉动下，11 月 3.2mm 和 2.0mm 光伏玻璃已涨至 28 元/m<sup>2</sup> 和 21 元/平方米，均回到年内高位水平（2022 年 1-10 月，3.2mm、2.0mm 光伏压延玻璃平均价格为 26.9 元/m<sup>2</sup>、20.8 元/m<sup>2</sup>）。目前公司光伏玻璃订单比较充足，库存继续呈下降趋势，库存天数约 2 周左右，行业短期回暖。同时，基于 2022 年光伏玻璃新增产能超过 3 万吨，近期工信部发文，提出开展光伏压延玻璃产能预警，指导光伏压延玻璃项目合理布局，预期 2023 年行业竞争将加剧，价格整体在理性区间浮动。

➤ 公司产能如期释放，龙头优势显著：

公司 2022 年规划 8 条 1000 吨产线，目前已经点火 5 条，余下 3 条预期会在年底前点火，达成年初指引如期释放。除了新增点火产线外，年内复产 2 条 900 吨产线，分别于 4 月和 6 月复产，目前公司名义产能达到 18800 吨，2022 年底将达到 21800 吨。远期储备产能方面，23-24 年，共有 12 条储备产线，其中安徽 8 条 1000 吨，马来西亚 2 条 1200 吨，云南省曲靖市 2 条 1200 吨。公司龙头一体化优势显著，预期产能扩充将进一步提升公司市占率，并带来业绩持续增长。

➤ 股东大会通过 A 股发行：

公司计划发行不超过 9.89 亿 A 股，占扩大后总股本约 10-11%。股东大会通过后，将进入香港联交所和中国证监会审批阶段。根据 A 股深圳创业板上市审批流程，预期有望于明年下半年正式上市。

➤ 更新目标价 12.7 港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价至 12.7 港元，相当于 2022 年和 2023 年 25 倍和 17 倍 PE，目标价较现价有 43% 上升空间，给予买入评级。

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	4,523	6,649	8,064
同比增长(%)	88.7%	8.0%	-8.2%	47.0%	21.3%
每股盈利 (港仙)	55.40	55.65	50.84	74.75	90.65
PE@8.89HKD	16.0	16.0	17.5	11.9	9.8
每股股息 (港仙)	25.50	27.00	23.39	34.38	41.70
股息率	2.9%	3.0%	2.6%	3.9%	4.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

### 光伏玻璃短期回暖，產能預警帶來行業競爭加劇：

Q4 裝機需求拉動下，11 月 3.2mm 和 2.0mm 光伏玻璃已漲至 28 元/m<sup>2</sup>和 21 元/平方米，均回到年內高位水平。（2022 年 1-10 月，3.2mm、2.0mm 光伏壓延玻璃平均價格為 26.9 元/m<sup>2</sup>、20.8 元/m<sup>2</sup>）。目前公司光伏玻璃訂單比較充足，庫存繼續呈下降趨勢，庫存天數約 2 周左右，行業短期回暖。同時，基於 2022 年光伏玻璃新增產能超過 3 萬噸，近期工信部發文，提出開展光伏壓延玻璃產能預警，指導光伏壓延玻璃項目合理布局，預期 2023 年行業競爭將加劇，價格整體在理性區間浮動。

### 公司產能如期釋放，龍頭優勢顯著：

公司 2022 年規劃 8 條 1000 噸產線，目前已經點火 5 條，餘下 3 條預期會在年底前點火，達成年初指引如期釋放。除了新增點火產線外，年內復產 2 條 900 噸產線，分別於 4 月和 6 月復產，目前公司名義產能達到 18800 噸，2022 年底將達到 21800 噸。遠期儲備產能方面，23-24 年，共有 12 條儲備產線，其中安徽 8 條 1000 噸，馬來西亞 2 條 1200 噸，雲南省曲靖市 2 條 1200 噸。公司龍頭一體化優勢顯著，預期產能擴充將進一步提升公司市占率，並帶來業績持續增長。

### 股東大會通過 A 股發行：

公司計劃發行不超過 9.89 億 A 股，占擴大後總股本約 10-11%。股東大會通過後，將進入香港聯交所和中國證監會審批階段。根據 A 股深圳創業板上市審批流程，預期有望於明年下半年正式上市。

### 更新目標價 12.7 港元，給予買入評級：

基於目前光伏玻璃價格以及純鹼等原材料價格走勢，預期 2022Q3 毛利率筑底，Q4 有望邊際改善。

我們更新公司目標價至 12.7 港元，相當於 2022 年和 2023 年 25 倍和 17 倍 PE，目標價較現價有 43% 上升空間，給予買入評級。

### 風險提示：

光伏裝機需求不及預期

光伏玻璃價格下跌超出預期

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	34.60	667	35.0	30.2	20.8	15.7	5.4	4.3	3.5	2.8
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	29.02	58	107.0	38.2	19.9	13.6	1.8	1.6	1.5	1.3
	000012.SZ	南玻A	CNY	7.38	177	14.8	10.6	8.9	7.7	1.8	1.8	1.5	1.4
<b>平均</b>						<b>52.3</b>	<b>26.4</b>	<b>16.5</b>	<b>12.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	19.22	724	15.9	16.0	11.0	8.0	2.7	1.2	1.0	0.8
	3868.HK	信义能源	HKD	2.30	171	13.9	12.4	10.3	8.7	1.4	1.3	1.2	1.1
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	8.50	15	7.5	n/a	n/a	n/a	0.7	n/a	n/a	n/a
<b>平均</b>						<b>12.4</b>	<b>14.2</b>	<b>10.6</b>	<b>8.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	8.89	791	16.0	17.5	11.9	9.8	2.6	2.6	2.5	2.3

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

	2020A	2021A	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)	(13,203)	(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)	43	27
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	5,694	8,063	9,671
所得税	(735)	(987)	(599)	(812)	(976)
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	4,523	6,649	8,064
折旧及摊销	856	1,120	1,108	1,125	1,181
<b>EBITDA</b>	5,314	5,922	5,144	7,584	9,333
<b>增长</b>					
总收入 (%)	35%	30%	25%	35%	25%
EBITDA (%)	90%	11%	-13%	47%	23%

**资产负债表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	9,291	7,458	8,858	7,278	682
应收账款	5,297	7,070	6,003	7,322	8,943
存货	728	2,045	2,405	2,405	2,405
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	21,387	21,128	16,152
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	25,401	25,141	20,166
<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	(2,987)	(7,631)	(16,961)
<b>股东权益</b>	26,522	30,312	22,963	26,554	30,909
每股账面值(港元)	3.96	4.08	2.25	0.00	0.00
营运资金	12,153	13,109	16,804	15,750	10,775

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	43%	37%	26%	28%	28%
净利率 (%)	37%	31%	23%	25%	24%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	3%	2%	2%
实际税率 (%)	13%	15%	11%	10%	10%
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%	20%	25%	26%
ROA (%)	13%	11%	12%	26%	36%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	(0.1)	0.0	(0.2)	(0.2)	0.1
收入/总资产	0.28	0.33	0.79	1.07	1.67
总资产/股本	1.64	1.62	1.11	0.95	0.65
收入对利息倍数	(94.4)	1,011.7	(524.8)	626.7	1,234.1

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	5,314	5,922	5,144	7,584	9,333
融资成本	191	141	113	45	45
营运资金变化	7,976	956	3,696	(1,054)	(4,976)
所得税	(517)	(1,231)	(599)	(812)	(976)
<b>营运现金流</b>	4,284	3,629	4,656	7,721	7,341
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)	(2,344)	(3,335)
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)	(7,121)	(11,754)
<b>现金变化</b>	6,977	(1,935)	1,297	(1,681)	(6,699)
期初持有现金	2,221	9,291	7,458	8,858	7,278
汇率变动	93	102	102	102	102
期末持有现金	9,291	7,458	8,858	7,278	682

## 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。