

## 买入

## 积极扩张光伏玻璃产能，龙头地位稳固

**信义光能 (0968.HK)**

2021-08-17 星期二

### 投资要点

目标价: **20.8 港元**  
 现价: 15.03 港元  
 预计升幅: 38%

#### ➤ 2021H1 盈利同比增长 118.4%，光伏玻璃毛利高达 51.2%：

2021H1 公司实现收入 80.75 亿港元，同比增长 74.7%；盈利 30.72 亿港元，同比增长 118.4%；基本每股盈利 34.87 港仙，中期派息 17 港仙。受益光伏玻璃量价齐升和产品结构改善，期内光伏玻璃收入同比大幅增长 89.2%，光伏玻璃毛利率同比提升 12.3 个百分点至 51.2%，带来公司整体毛利率同比提升 8.1 个百分点至 55.4%。

### 重要数据

日期	2021-08-16
收盘价 (港元)	15.03
总股本 (亿股)	88.89
总市值 (亿港元)	1,360
净资产 (百万港元)	33,814
总资产 (百万港元)	47,718
52 周高低 (港元)	24.5/8.53
每股净资产 (港元)	3.22

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 预期 2021 年下半年光伏玻璃价格有望小幅反弹：

目前光伏玻璃 3.2mm、2.0mm 价格分别稳定在 22 元/平米和 18 元/平米，现在价格已经是绝大部分厂商的盈亏平衡点，而上游成本端包括纯碱、天然气等都有较大幅度的上涨，有些厂商已经开始亏损，因此我们认为价格底部区域基本确定。预期 2021 年下半年光伏玻璃价格有望从底部小幅反弹，而基于工信部光伏玻璃产能放开政策，我们预期 2022 年之后光伏玻璃价格达到合理价格后将趋于稳定。

#### ➤ 积极扩张光伏玻璃产能，市占率将进一步提升：

2021 年公司计划在安徽芜湖新增 4 条日熔量 1,000 吨光伏玻璃新产线，其中 3 条于上半年投产，还有 1 条将于 9 月点火，2021 年底总日熔量将达到 13,800 吨；2022 年公司规划在张家港 4 条 1,000 吨和芜湖 4 条 1,000 吨新产线，投产后公司 2022 年底总产能将达到 21,800 吨。此外，芜湖正筹建中的 8 条产线已经启动，全部投产后，公司远期总产能将达到 29,800 吨，未来市占率将达到 35% 以上，龙头地位稳固，竞争优势显著。

#### ➤ 目标价 20.8 港元，给予买入评级：

我们提高公司目标价至 20.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 33 倍和 27.5 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，给予买入评级。

### 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-20201221/20210308

### 研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyqz.com.hk

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	9,096	12,316	16,135	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	5,551	6,661	7,807
同比增长(%)	29.7%	88.7%	21.7%	20.0%	17.2%
每股盈利 (港元)	30.28	55.40	63.02	75.62	88.63
PE@15.03HKD	49.6	27.1	23.8	19.9	17.0
每股股息 (港元)	14.00	25.50	28.99	34.78	40.77
股息率	0.9%	1.7%	1.9%	2.3%	2.7%

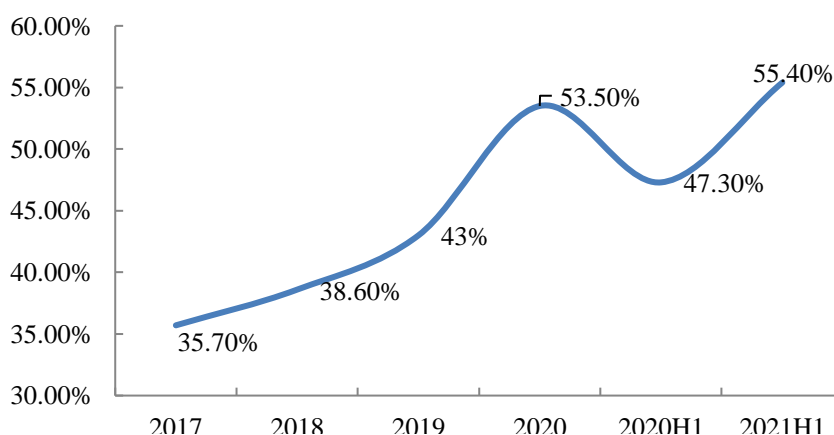
数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2021H1 盈利同比增长 118.4%，光伏玻璃毛利高达 51.2%：

2021H1 公司实现收入 80.75 亿港元，同比增长 74.7%；盈利 30.72 亿港元，同比增长 118.4%；基本每股盈利 34.87 港仙，中期派息 17 港仙。受益光伏玻璃量价齐升和产品结构改善，期内光伏玻璃收入同比大幅增长 89.2%，光伏玻璃毛利率同比提升 12.3 个百分点至 51.2%，带来公司整体毛利率同比提升 8.1 个百分点至 55.4%。

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

### 积极扩张光伏玻璃产能，市占率将进一步提升：

2021 年公司计划在安徽芜湖新增 4 条日熔量 1,000 吨光伏玻璃新产线，其中 3 条于上半年投产，还有 1 条将于 9 月点火，2021 年底总日熔量将达到 13,800 吨；2022 年公司规划在张家港 4 条 1,000 吨和芜湖 4 条 1,000 吨新产线，投产后公司 2022 年底总产能将达到 21,800 吨。此外，芜湖正筹建中的 8 条产线已经启动，全部投产后，公司远期总产能将达到 29,800 吨，未来市占率将达到 35% 以上，龙头地位稳固，竞争优势显著。

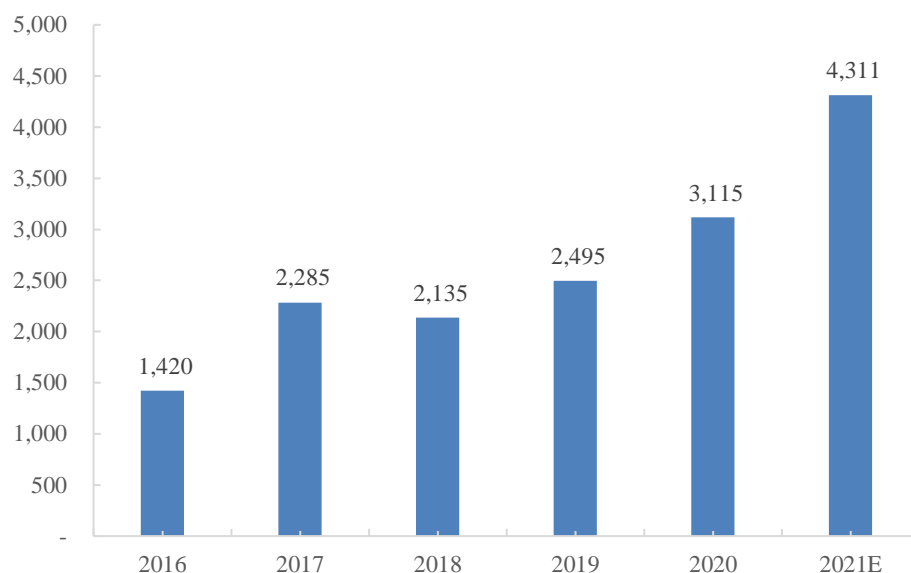
表 1：计划新增超白光伏原片玻璃生产线

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	3	1000	1 月，3 月，7 月已投产
	安徽芜湖	1	1000	预期 9 月点火
2022	安徽芜湖	4	4000	预计 2022 年建设完成
	江苏张家港	4	4000	
筹建中产线	安徽芜湖	8	8000	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 2021 年 6 月底,公司现金及现金等价物 102 亿港元( 2020 年底: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%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 38.4%。

**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

**预期 2021 年下半年光伏玻璃价格有望小幅反弹:**

目前光伏玻璃 3.2mm、2.0mm 价格分别稳定在 22 元/平米和 18 元/平米,现在价格已经是绝大部分厂商的盈亏平衡点,而上游成本端包括纯碱、天然气等都有较大幅度的上涨,有些厂商已经开始亏损,因此我们认为价格底部区域基本确定。

预期 2021 年下半年光伏玻璃价格有望从底部小幅反弹,而基于工信部光伏玻璃产能放开政策,我们预期 2022 年之后光伏玻璃价格达到合理价格后将趋于稳定。

**目标价 20.8 港元, 给予买入评级:**

结合行业内可比公司估值情况,我们提高公司目标价至 20.8 港元,相当于 2021 年和 2022 年 33 倍和 27.5 倍 PE,目标价较现价有 38% 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			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	45.85	897	60.4	42.0	30.8	24.8	9.0	9.7	7.5	5.9
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	40.86	81	59.0	28.3	19.0	15.8	3.4	3.1	2.6	2.2
	000012.SZ	南玻A	RMB	11.60	267	45.7	13.2	10.8	9.1	3.3	2.8	2.3	1.9
	<b>平均</b>					<b>55.1</b>	<b>27.8</b>	<b>20.2</b>	<b>16.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.3</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	31.80	1,079	35.3	24.7	19.7	14.8	5.2	5.5	4.9	3.7
	3868.HK	信义能源	HKD	4.79	341	36.9	26.5	22.9	20.1	2.8	2.7	2.5	2.3
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	30.30	53	20.5	6.7	8.4	5.1	2.6	2.0	2.2	1.5
	<b>平均</b>					<b>30.9</b>	<b>19.3</b>	<b>17.0</b>	<b>13.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	15.03	1,351	27.1	23.8	19.9	17.0	5.3	7.0	5.8	5.0

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
<b>收入</b>	9,096	12,316	16,135	21,096	27,242
经营成本	(5,185)	(5,732)	(7,489)	(11,936)	(16,692)
销售费用	(282)	(317)	(490)	(598)	(735)
行政费用	(427)	(548)	(654)	(631)	(657)
财务开支	(254)	(130)	(74)	22	104
应占合管公司溢利	39	36	37	37	38
应占联管公司溢利	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>税前盈利</b>	3,093	5,758	6,724	7,983	9,287
所得税	(294)	(735)	(628)	(750)	(878)
少数股东应占利润	382	462	545	572	601
<b>归属股东净利润</b>	2,416	4,561	5,551	6,661	7,807
折旧及摊销	795	870	1,053	1,108	1,125
<b>EBITDA</b>	2,794	5,299	6,199	7,413	8,755
<b>增长</b>					
总收入 (%)	19%	35%	31%	31%	29%
EBITDA (%)	38%	90%	17%	20%	18%

**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	10,324	12,332	15,877
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
<b>流动资产</b>	9,467	19,878	22,121	24,735	25,124
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
<b>非流动资产</b>	18,930	23,545	22,197	23,056	23,056
<b>总资产</b>	28,397	43,423	44,317	47,791	48,180
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>总负债</b>	9,824	11,399	8,670	4,186	4,980
少数股东权益	4,396	5,503	15,013	19,392	14,771
<b>股东权益</b>	14,177	26,522	20,634	24,213	28,429
每股账面值(港元)	2.30	3.96	4.05	4.95	0.00
营运资金	4,177	12,153	16,177	19,793	19,389

**财务分析**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	31%	43%	38%	35%	32%
净利率 (%)	27%	37%	34%	32%	29%
<b>营运表现</b>					
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	123	123	123
ROE (%)	17%	17%	27%	28%	27%
ROA (%)	9%	13%	13%	14%	16%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.3	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)
收入/总资产	0.32	0.28	0.36	0.44	0.57
总资产/股本	2.00	1.64	2.15	1.97	1.69
收入对利息倍数	(35.8)	(94.4)	(218.2)	939.3	262.4

**现金流量表**

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	2,794	5,299	6,199	7,413	8,755
融资成本	304	191	167	81	20
营运资金变化	4,111	7,976	4,024	3,617	(404)
所得税	(276)	(735)	(628)	(750)	(878)
<b>营运现金流</b>	1,583	6,538	4,679	7,452	13,398
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
<b>投资活动现金流</b>	(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	881	881
股息	(878)	(1,035)	(1,849)	(2,804)	(3,327)
其他融资活动	3,248	4,973	3,843	(1,990)	(5,233)
<b>融资活动现金流</b>	2,127	2,967	(2,224)	(3,913)	(7,679)
<b>现金变化</b>	1,447	7,080	1,043	2,018	3,555
期初持有现金	784	2,221	9,291	10,324	12,332
汇率变动	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
期末持有现金	2,221	9,291	10,324	12,332	15,877

## 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>