

买入 (维持)

0968.HK 信义光能

港股通 (沪、深)

目标价: 9.43 港元

现价: 8.37 港元

2020H1 业绩符合预期, 利润率水平重回高位

2020年08月04日

预期升幅: 12.6%

市场数据

日期	2020.08.03
收盘价(港元)	8.37
总股本(百万股)	8,165
流通股本(百万股)	8,165
总市值(百万港元)	68,342
流通市值(百万港元)	68,342
净资产(百万港元)	19,163
总资产(百万港元)	30,312
每股净资产(港元)	1.83

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20200318
跟踪报告_20200114
业绩点评_20190808
跟踪报告_20190309
业绩点评_20190226
业绩点评_20180731
深度报告_20160607

海外能源、公用事业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀皓

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	9,096	10,478	14,476	16,181
同比增长	18.6%	15.2%	38.2%	11.8%
归母净利润(百万港元)	2,416	2,972	3,984	4,316
同比增长	29.7%	23.0%	34.1%	8.3%
毛利润率	43.0%	45.9%	43.8%	42.9%
净利润率	26.6%	28.4%	27.5%	26.7%
净资产收益率	19.6%	19.9%	23.9%	23.1%
基本每股收益(港仙)	30.28	36.58	48.79	52.86

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司 2020H1 业绩符合市场和我们的预期。**2020H1 公司实现收入 46.2 亿港元, 同比增长 15.7%, 归母净利润实现 14.1 亿港元, 同比增长 47.6%, 业绩符合此前公司公告的增长 35-50% 的区间和我们的预期。公司业绩实现较快增长, 主要得益于公司光伏玻璃出货量上升和毛利率提升。受益于薄玻璃的结构性高价和 2020Q2 开始成本端的明显下降, 2020H1 公司光伏玻璃实现毛利率 38.9% (同比提升约 11.6pct, 环比提升 3.1pct)。
- **收益于成本下降和薄玻璃结构性溢价, 公司年初至今维持较好利润率水平。**尽管今年 4-5 月光伏玻璃价格在一个月经历了三次下调, 3.2mm 玻璃价格下调幅度达 17%, 但受益于二季度开始成本端的下降, 我们测算公司的光伏玻璃毛利率始终维持在 30% 以上, 且 5 月中旬之后 2.0mm 玻璃的结构性涨价也带来了一定利润增厚。随着 8 月玻璃的继续涨价, 我们测算公司当前时点的毛利率在 38% 以上。
- **公司更新了产能投放计划。**公司于广西北海的第一座窑炉已经于 2020 年 6 月点火, 第二座预计 8 月点火。除此之外, 公司计划明年每个季度在芜湖投产一条 1000 吨/日的产线, 预计到 2021 年末实现产能 13800 吨/日。公司 2020 年预期光伏玻璃有效熔化量同比增长 24.8%, 2021 年同比 2020 年继续实现 37% 的快速增长。
- **我们的观点:** 根据公司最新情况, 我们将公司 2020 年收入和利润分别下调 8.3% 和 6.3%, 将公司 2021-2022 年收入分别上调 5.7% 和 2.6%, 利润分别上调 13.1% 和 10.5%。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 10,478, 14,476 和 16,181 百万港元, 归母净利润分别为 2,972、3,984 和 4,316 百万港元, 维持“买入”评级, 目标价从 6.41 港元上调至 9.43 港元, 主要是考虑了估值切换和 2021 年盈利的调升, 目标价对应玻璃分部 18x 2021 年 PE, 电站业务参考了信义能源当前的估值。

风险提示: 国内光伏装机低于市场预期; 海外需求不及预期; 产能扩张不及预期



报告正文

- **公司 2020H1 业绩符合市场和我们的预期。**2020H1 公司实现收入 46.2 亿港元，同比增长 15.7%，归母净利润实现 14.1 亿港元，同比增长 47.6%，业绩符合此前公司公告的增长 35-50% 的区间和我们的预期。公司业绩实现较快增长，主要得益于公司光伏玻璃出货量上升和毛利率提升。受益于薄玻璃的结构性高价和 2020Q2 开始成本端的明显下降，2020H1 公司光伏玻璃实现毛利率 38.9%（同比提升约 11.6pct，环比提升 3.1pct）。

表1、公司全年业绩对比

	单位(千港元)					点评
	2019H1	2019H2	2020H1	HoH	YoY	
营业收入	3,997,036	5,099,065	4,622,918	-9.3%	15.7%	光伏玻璃售价和销量均同比提升
销售成本	(2,425,052)	(2,759,502)	(2,434,228)	-11.8%	0.4%	
毛利	1,571,984	2,339,563	2,188,690	-6.4%	39.2%	
毛利率	39.3%	45.9%	47.3%			光伏玻璃毛利率同比提升约11.6个百分点
其他收入	63,691	66,902	70,742	5.7%	11.1%	
其他盈利净额	1,407	(6,841)	(1,392)	n.a.	n.a.	
销售及分销开支	(125,777)	(155,756)	(136,157)	-12.6%	8.3%	
行政开支	(219,921)	(207,235)	(208,194)	0.5%	-5.3%	
经营利润	1,291,384	2,036,633	1,913,689	-6.0%	48.2%	
财务收入	10,257	38,831	21,948	-43.5%	114.0%	
财务费用	(156,025)	(147,482)	(116,479)	-21.0%	-25.3%	银行贷款减少，融资成本下降
应占合营企业溢利	14,594	24,777	18,632	-24.8%	27.7%	
应占联营企业利润	(94)	(5,792)	83	n.a.	n.a.	
税前利润	1,160,116	1,946,967	1,837,873	-5.6%	58.4%	
所得税开支	(91,539)	(202,520)	(225,258)	11.2%	146.1%	有效税率随电站税收优惠逐渐到期而有所提升
本期净利润	1,068,577	1,744,447	1,612,615	-7.6%	50.9%	
应占利润						
公司持有人	952,716	1,463,746	1,406,467	-3.9%	47.6%	
非控股权益	115,861	266,272	206,148	-22.6%	77.9%	信义能源分拆后，电站持股比例下降
基本EPS(港仙)	12.07	18.21	17.39	-4.5%		

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、公司 2020H1 年营业收入按业务占比

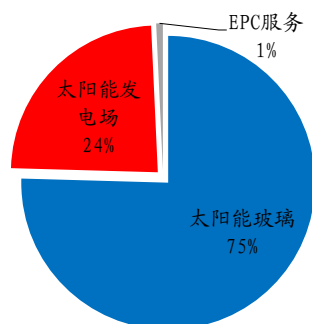
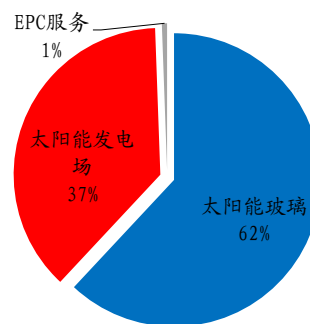


图2、公司 2020H1 年毛利润按业务占比

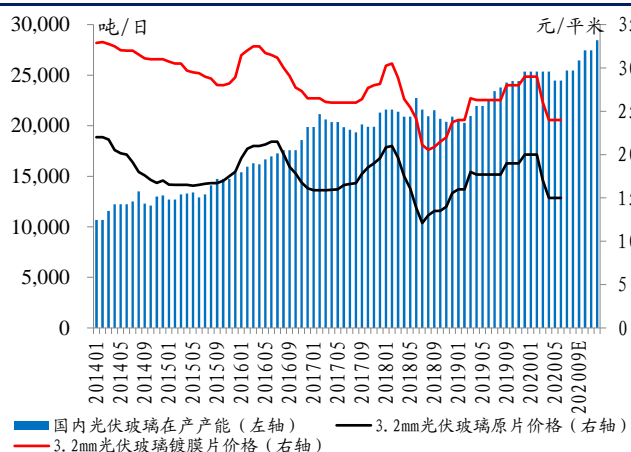


资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

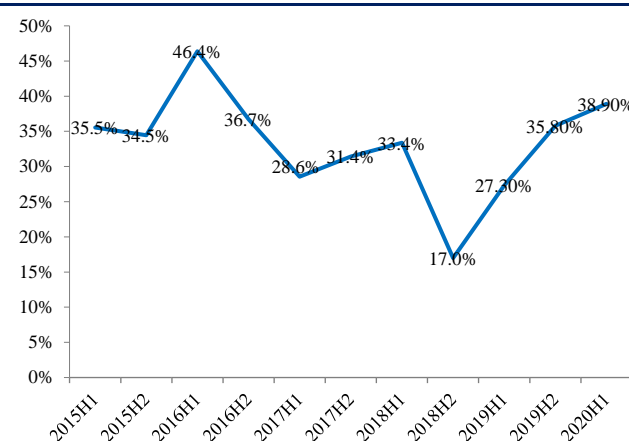
- 受益于成本下降和薄玻璃结构性溢价，公司年初至今维持较好利润率水平。尽管今年 4-5 月光伏玻璃价格在一个月经历了三次下调，3.2mm 玻璃价格下调幅度达 17%，但受益于二季度开始成本端的下降，我们测算公司的光伏玻璃毛利率始终维持在 30% 以上，且 5 月中旬之后 2.0mm 玻璃的结构性涨价也带来了一定利润增厚。随着 8 月玻璃的继续涨价，我们测算公司当前时点的毛利率在 38% 以上。
- 展望到今年年底，不排除在四季度由于需求的强劲，玻璃价格继续出现上调的情况，但也会受到新投产和冷修复产产能释放的一定程度上的压制。成本端，短期也较难看到纯碱和天然气价格环比明显提升的趋势，另外公司在北海的超白硅砂矿有望于今年 9 月投产，明年开始贡献公司国内产线约一半的使用量，持续有效降低成本。

图3、光伏玻璃价格和产能走势图



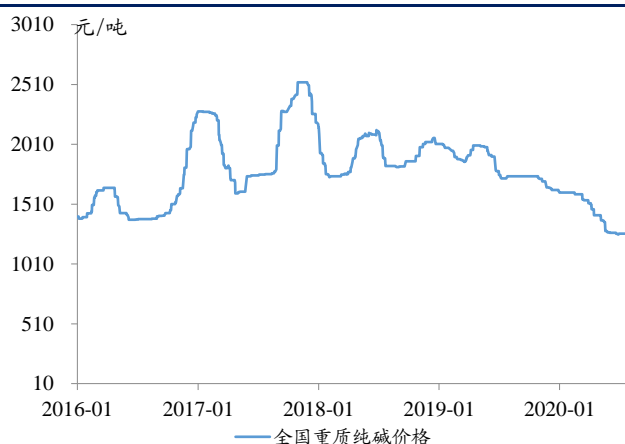
资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、信义光能历年上半年光伏玻璃毛利率



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、全国重质纯碱价格



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、全国 LNG 现货进口平均到岸价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司更新了产能投放计划。**公司于广西北海的第一座窑炉已经于2020年6月点火，第二座预计8月点火。除此之外，公司计划明年每个季度在芜湖投产一条1000吨/日的产线，预计到2021年末实现产能13800吨/日。公司2020年预期光伏玻璃有效熔化量同比增长24.8%，2021年同比2020年继续实现37%的快速增长。

表2、信义光能新产能投放规划

新增生产线	产能(吨/日)	地点	投产时间*
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	广西北海	2020年6月
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	广西北海	2020年8月(预期)
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	安徽芜湖	2021年第一季度(预期)
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	安徽芜湖	2021年第二季度(预期)
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	安徽芜湖	2021年第三季度(预期)
1条超白光伏原片玻璃生产线	1,000	安徽芜湖	2021年第四季度(预期)

自有原材料资源	地点	投产时间*
超白硅砂矿	广西北海	2020年9月(预期)

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司维持电站业务全年新增600MW装机量的指引。**2020H1公司新增四个光伏电站项目合计容量为290MW，其中包括一个由信义能源向第三方收购的20MW项目。全年公司预计新增600MW左右的光伏装机，这些项目均不受补贴拖欠的影响。

表3、公司光伏电站业务情况

太阳能发电场项目	已核准并网规模(兆瓦)						
	1H2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
大型地面太阳能发电场项目 ^{附注1}							
- 安徽省 ^{附注2}	1,560	1,470	1,440	1,260	1,020	530	250
- 其他(湖北、天津、河南、河北、海南等)	1,204	1,004	904	574	544	80	-
小计	2,764	2,474	2,344	1,834	1,564	610	250
商业分布式项目	38	38	38	20	-	-	-
分布式自用项目	118	118	118	118	83	77	73
小计	156	156	156	138	83	77	73
总计	2,920	2,630	2,500	1,972	1,647	687	323
大型地面太阳能发电场项目分类							
补贴项目 ^{附注1}	2,574	2,384	2,324	1,834	1,564	610	250
平价(无补贴)项目	190	90	20	-	-	-	-
总计	2,764	2,474	2,344	1,834	1,564	610	250

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司盈利预测调整:** 我们将公司 2020 年盈利预测进行了下调, 主要是考虑到光伏玻璃均价较上份报告中的预期低, 但也被成本下降带来利润率改善所部分抵消, 最终将公司 2020 年收入和利润分别下调 8.3% 和 6.3%。我们上调了公司 2021-2022 年盈利预测, 考虑了公司最新的产能扩张计划提升了玻璃出货量, 也考虑了成本的下降, 分别将收入上调 5.7% 和 2.6%, 将利润上调 13.1% 和 10.5%。

表4、信义光能盈利预测调整

	2020E			2021E			2022E		
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动
营业收入 (百万港元)	11,429	10,478	-8.3%	13,691	14,476	5.7%	15,777	16,181	2.6%
归母净利润 (百万港元)	3,173	2,972	-6.3%	3,523	3,984	13.1%	3,905	4,316	10.5%

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院 (注: 更新前数据为 2020 年 3 月 18 日报告预测数据)

- **我们的观点:** 信义光能 (968.HK) 背靠母公司信义玻璃 (868.HK), 通过电站业务的分拆上市实现财务状况的明显优化, 公司经历多轮周期后依然稳固行业领先地位, 较同行业其他企业的竞争优势明显。根据公司最新情况, 我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 10,478, 14,476 和 16,181 百万港元, 归母净利润分别为 2,972、3,984 和 4,316 百万港元, 维持“买入”评级, 目标价从 6.41 港元上调至 9.43 港元, 主要是考虑了估值切换和 2021 年盈利的调升, 目标价对应玻璃分部 18x 2021 年 PE, 电站业务参考了信义能源当前的估值。
- **风险提示:** 国内光伏装机低于市场预期; 海外需求不及预期; 产能扩张不及预期。

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	2,221	1,650	1,309	1,925	收入	9,096	10,478	14,476	16,181
应收贸易账款	5,437	6,075	7,453	8,236	销售成本	(5,185)	(5,670)	(8,132)	(9,246)
存货	410	497	715	810	毛利	3,912	4,808	6,343	6,935
其他应收款项	1,399	1,426	1,454	1,482	其它收入	131	138	138	138
流动资产	9,467	9,648	10,930	12,452	销售费用	(282)	(312)	(421)	(470)
物业厂房及设备	16,711	19,112	20,603	20,726	管理费用	(427)	(518)	(683)	(756)
其他非流动资产	2,219	2,219	2,219	2,219	营业利润	3,314	4,114	5,376	5,847
总资产	28,397	30,979	33,752	35,397	财务费用	(304)	(199)	(216)	(216)
应付帐款	2,220	2,312	2,361	1,985	税前利润	3,093	3,972	5,212	5,680
短期借款	2,804	2,953	3,044	2,960	所得税	(294)	(481)	(678)	(795)
其他流动负债	266	225	225	225	股东净利润	2,416	2,972	3,984	4,316
流动负债	5,290	5,490	5,630	5,169	EPS(港仙)	30.28	36.58	48.79	52.86
长期借款	3,880	4,476	4,841	4,505					
总负债	9,824	10,620	11,125	10,328	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4,396	4,711	4,986	5,271	增长率				
公司股东权益	14,177	15,648	17,640	19,798	营业收入增长率	18.6%	15.2%	38.2%	11.8%
总权益	18,573	20,360	22,627	25,069	营业利润增长率	35.6%	24.2%	30.7%	8.8%
					归母净利润增长	29.7%	23.0%	34.1%	15.6%
					盈利能力				
					毛利率	43.0%	45.9%	43.8%	42.9%
					经营利润率	36.4%	39.3%	37.1%	36.1%
					净利率	26.6%	28.4%	27.5%	26.7%
					偿债能力				
					资产负债率	34.6%	34.3%	33.0%	29.2%
					流动比率	1.79	1.76	1.94	2.41
					速动比率	1.71	1.67	1.81	2.25
					营运能力(次)				
					资产周转率	34.8%	35.3%	44.7%	46.8%
					应收账款周转率	1.90	1.82	2.14	2.06
					每股指标(港元)				
					每股收益	0.30	0.37	0.49	0.53
					每股净资产	2.29	2.51	2.77	3.07
					P/E	27.65	22.88	17.16	15.83
					P/B	3.66	3.34	3.02	2.73

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	3,093	3,972	5,212	5,680
财务费用	304	199	216	216
折旧摊销	795	901	1,133	1,199
所得税	(276)	(481)	(678)	(795)
其它	(2,333)	(915)	(1,842)	(1,547)
营运性现金流	1,583	3,675	4,041	4,753
资本开支	(2,351)	(3,303)	(2,623)	(1,323)
其他投资活动	89	56	51	49
投资性现金流	(2,262)	(3,247)	(2,572)	(1,274)
借款所得款项	1,709	3,418	3,076	2,461
偿还借款	(3,818)	(2,673)	(2,619)	(2,881)
其他融资活动	4,236	(1,745)	(2,267)	(2,442)
融资性现金流	2,127	(1,000)	(1,810)	(2,863)
现金变化	1,447	(571)	(341)	616
期初持有现金	784	2,221	1,650	1,309
汇率变动	(10)	0	0	0
期末持有现金	2,221	1,650	1,309	1,925

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。