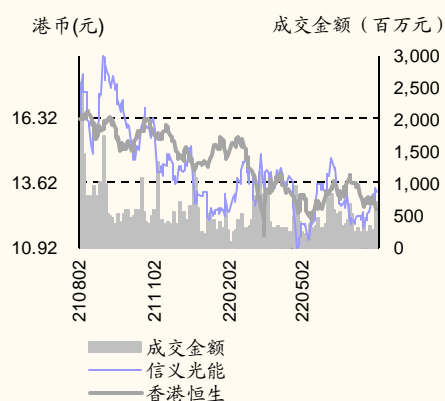


市价(港币): 13.220元  
目标(港币): 20.00-20.00元

## 市场数据(港币)

收盘价(元) 13.220  
流通港股(百万股) 8,895.53  
总市值(百万元) 117,598.90  
年内股价最高最低(元) 18.880/10.920  
香港恒生指数 20165.84



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对 11.66 6.61 -15.26  
相对香港恒生

## 相关报告

- 《上半年盈利触底,量增利稳驱动盈利回升-信义光能 2022 年中期...》, 2022.6.27
- 《优质经营对冲价格下行,行业扩产或低于预期-信义光能 2021 年...》, 2022.3.1
- 《进军硅料天时地利人和,第三增长曲线显现-信义光能公司点评》, 2021.12.21
- 《产品结构优势驱动超额利润,2022 年扩产提速-信义光能 202...》, 2021.8.3

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001 (8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 分析师 SAC 执业编号: S1130522010005  
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文 联系人  
zhangjiawen@gjzq.com.cn

## 海内外扩张提速,拟发行 A 股巩固资金优势

## 主要财务指标

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,316	16,065	22,053	33,597	44,350
营业收入增长率	35.40%	30.44%	37.27%	52.35%	32.00%
归母净利润(百万元)	4,560	4,924	5,099	7,700	10,088
归母净利润增长率	88.74%	7.97%	3.54%	51.02%	31.01%
摊薄每股收益(元)	0.518	0.554	0.573	0.866	1.134
每股经营性现金流净额	0.39	0.33	0.79	0.83	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.20%	16.25%	13.17%	16.70%	18.08%
P/E	39.12	23.87	23.06	15.27	11.66
P/B	6.73	3.88	3.04	2.55	2.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年8月1日,信义光能公布2022年中期业绩,收入97亿元(同比+20%),净利润19亿元(同比-38%),符合预期。同时,公司宣布董事会已初步决定将着手筹备人民币普通股发行事宜。

## 评论

- 2022H1 实现销量大增,以量补利对抗 ASP 下降及成本上升:** 今年上半年光伏玻璃产品价格同比下降约 15%,硅砂、天然气、纯碱等主要成本项亦同比显著上升,导致公司光伏玻璃业务上半年毛利率同比降低 24.5pct 至 26.7%,跌至近年来的偏低水平。然而公司凭借新投产产能的贡献,上半年光伏玻璃销量同比高增 44.6%,驱动公司光伏玻璃收入实现 22.6%同比增长,一定程度上对冲了玻璃价格和利润率下滑的负面影响。
- 国内外扩产提速,扩大份额、应对国际贸易新形势:** 公司上半年新投产 3x1000t 产线,并复产 2x900t 冷修产线,至 6 月末总产能达到 16800t/d,预计下半年仍将有 5x1000t 产线陆续点火,2022 年底产能将较 2021 年底增长约 82%至 21800t/d。此外,在公司前期披露的安徽芜湖 8x1000t 及云南曲靖 2x1200t 基础上,公司最新明确将在马来增加 2x1200t 新产线,将公司总“储备产能”规模推升至 12800t/d,我们预计这部分产线中的大部分将在 2023 年内投产,海外产能的进一步扩张也将有助于公司未来更灵活地应对国际贸易环境变化以及组件客户海外扩产的提速。
- 硅料供给加速释放,驱动光伏玻璃需求高增,下半年盈利有望环比改善:** 光伏玻璃 Q2 盈利能力较 Q1 已有显著改善,下半年随硅料新增供应从 8 月开始加速释放,并驱动组件排产和玻璃需求提升(同时集中式电站启动建设也会驱动双玻比例提升),尽管玻璃亦有可观新产能投放,但我们预计下半年玻璃盈利能力仍有望好于上半年平均水平。
- 光伏电站业务下半年建设将提速:** 因组件价格高企等因素,公司上半年仅通过自行开发(2MW 分布式)和信义能源从独立三方收购(40MW 集中式)共增加光伏电站装机 42MW,预计下半年装机增长将提速。

## 盈利调整与投资建议

- 我们调整公司 2022-24E 年净利润预测至 51(-16%)、77(-8%)、101(-5%)亿港元,对应 EPS 为 0.57、0.87、1.13 港元,维持“买入”评级及 20 港元目标价,对应 35x2022PE 或 23x2023PE。

风险提示:光伏终端需求增长不及预期;光伏玻璃扩产规模超预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万港元)							资产负债表 (百万港元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	9,096	12,316	16,065	22,053	33,597	44,350	货币资金	2,221	9,291	7,458	10,931	12,927	17,156
增长率		35.4%	30.4%	37.3%	52.4%	32.0%	应收款项	5,437	8,136	9,599	10,966	15,786	20,231
主营业务成本	-5,185	-5,732	-8,587	-13,617	-21,233	-28,209	存货	410	728	2,045	1,679	2,618	3,478
%销售收入	57.0%	46.5%	53.5%	61.7%	63.2%	63.6%	其他流动资产	1,399	1,723	1,722	3,404	5,308	7,052
毛利	3,912	6,584	7,478	8,436	12,365	16,141	流动资产	9,467	19,878	20,825	26,980	36,639	47,917
%销售收入	43.0%	53.5%	46.5%	38.3%	36.8%	36.4%	%总资产	33.3%	45.8%	42.4%	45.1%	50.3%	54.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	190	0	247	247	247	247
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	18,683	23,269	27,951	32,629	35,962	39,044
销售费用	-282	-317	-527	-706	-1,008	-1,330	%总资产	65.8%	53.6%	57.0%	54.5%	49.3%	44.8%
%销售收入	3.1%	2.6%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	无形资产	10	25	24	28	32	35
管理费用	-427	-548	-711	-948	-1,310	-1,774	非流动资产	18,930	23,545	28,246	32,904	36,240	39,327
%销售收入	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%	3.9%	4.0%	%总资产	66.7%	54.2%	57.6%	54.9%	49.7%	45.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>28,397</b>	<b>43,423</b>	<b>49,070</b>	<b>59,884</b>	<b>72,879</b>	<b>87,244</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	2,804	3,410	3,658	3,658	3,658	3,658
息税前利润 (EBIT)	3,203	5,719	6,240	6,782	10,047	13,036	应付款项	2,311	3,545	3,735	6,274	10,942	14,537
%销售收入	35.2%	46.4%	38.8%	30.8%	29.9%	29.4%	其他流动负债	175	770	324	347	483	619
财务费用	-254	-130	16	5	32	63	流动负债	5,290	7,725	7,716	10,279	15,083	18,814
%销售收入	2.8%	1.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	3,880	2,703	4,350	4,350	4,350	4,350
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	654	971	1,107	292	292	292
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	9,824	11,399	13,173	14,922	19,725	23,456
投资收益	33	36	38	40	40	40	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,177</b>	<b>26,522</b>	<b>30,312</b>	<b>38,707</b>	<b>46,099</b>	<b>55,783</b>
%税前利润	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	其中：股本	808	881	889	890	890	890
营业利润	3,314	5,853	6,514	6,827	10,119	13,140	未分配利润	9,151	12,533	15,436	20,331	27,723	37,407
营业利润率	36.4%	47.5%	40.5%	31.0%	30.1%	29.6%	少数股东权益	4,396	5,503	5,585	6,255	7,055	8,005
营业外收支	0	0	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,397</b>	<b>43,423</b>	<b>49,070</b>	<b>59,884</b>	<b>72,879</b>	<b>87,244</b>
税前利润	3,093	5,758	6,568	6,827	10,119	13,140	<b>比率分析</b>						
利润率	34.0%	46.8%	40.9%	31.0%	30.1%	29.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-294	-735	-987	-1,058	-1,619	-2,102	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.5%	12.8%	15.0%	15.5%	16.0%	16.0%	每股收益	0.299	0.518	0.554	0.573	0.866	1.134
净利润	2,799	5,023	5,581	5,769	8,500	11,038	每股净资产	1.754	3.011	3.409	4.351	5.182	6.271
少数股东损益	382	462	657	670	800	950	每股经营现金净流	0.135	0.390	0.330	0.789	0.827	1.089
归属于母公司的净利润	2,417	4,560	4,924	5,099	7,700	10,088	每股股利	0.140	0.260	0.270	0.229	0.346	0.454
净利率	26.6%	37.0%	30.7%	23.1%	22.9%	22.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (百万港元)</b>							净资产收益率	17.05%	17.20%	16.25%	13.17%	16.70%	18.08%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.51%	10.50%	10.04%	8.51%	10.57%	11.56%
净利润	2,799	5,023	2,417	5,769	8,500	11,038	投入资本收益率	11.47%	13.08%	12.07%	10.82%	13.80%	15.25%
少数股东损益	382	462	657	670	800	950	<b>增长率</b>						
非现金支出	0	0	835	1,324	1,669	1,919	主营业务收入增长率	16.02%	35.40%	30.44%	37.27%	52.35%	32.00%
非经营收益	66	157	98	50	47	47	EBIT增长率	30.99%	78.55%	9.11%	8.69%	48.14%	29.76%
营运资金变动	-1,771	-1,740	-358	-119	-2,860	-3,318	净利润增长率	29.04%	88.74%	7.97%	3.54%	51.02%	31.01%
经营活动现金净流	1,093	3,440	2,992	7,023	7,356	9,685	总资产增长率	18.85%	52.92%	13.00%	22.04%	21.70%	19.71%
资本开支	-2,106	-2,767	-4,038	-6,005	-5,005	-5,005	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	192.4	159.1	140.5	145.0	135.0	130.0
其他	0	0	8	40	40	40	存货周转天数	29.6	36.3	58.9	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-2,106	-2,767	-4,030	-5,965	-4,965	-4,965	应付账款周转天数	176.0	178.2	150.8	160.0	180.0	180.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	670.6	604.8	564.5	488.6	356.9	295.8
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	24.02%	-9.92%	1.53%	-6.50%	-9.25%	-14.34%
筹资活动现金净流	1,905	4,955	-659	0	0	0	EBIT利息保障倍数	12.6	43.8	-393.0	NA	NA	NA
现金净流量	892	5,628	-1,697	1,057	2,391	4,720	资产负债率	34.59%	26.25%	26.84%	24.92%	27.07%	26.89%

### 投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

#### 上海

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

#### 深圳

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402