

信义光能 (968 HK)

2022 年中期盈利下跌，下调评级至“中性”

2022 年上半年股东净利润同比下跌 38.0%，毛利率同比收缩 21.3 个百分点

虽然 2022 年上半年光伏玻璃销售量同比上升 44.6%，但是同期股东净利润同比下跌 38.0% 至 19.1 亿元港币，主因包括：(一)光伏玻璃价格下跌。主流产品 3.2mm 及 2.0mm 玻璃平均销售价格分别同比下降 12.5% 及 15.5%。2021 年第一季度是近年高水平，光伏玻璃 (3.2mm 镀膜) 市场均价一度达到 43.0 元人民币/平米。其后供应紧张有所缓解，2022 年上半年市场均价于 25.0-28.5 元人民币/平米的范围内波动(见图表 1)；(二)纯碱、天然气等原材料及能源价格上涨。纯碱供不应求导致价格大幅上升，2022 年 6 月底纯碱市场现货价达到 3,030 元人民币/吨，同比上涨 58.2%(见图表 2)。在俄乌冲突下，今年全球能源供应紧张，上游产品价格上升。公司毛利率最终下挫 21.3 个百分点至 34.1%，其中光伏玻璃业务更同比下跌 24.5 个百分点至 26.7%(见图表 5)。

回归 A 股上市长远有利公司估值

另一方面，公司昨日宣布，筹备发行人民币新股，有意在深交所创业板或其他内地市场上市。我们认为回归 A 股可吸纳更多熟悉中国光伏行业的内地投资者，长远有利公司估值。由于相关上市工作较需时，短期对公司的实际作用有限，但是可以提升市场情绪。

下调盈利预测

展望下半年，全球地缘政治风险持续，商品价格难以大幅回落。公司仍将受到成本压力明显影响。综合上述因素，我们分别下调 2022-23 年股东净利润预测 21.5% 及 20.2%，并新增 2024 年预测(见图表 6)。

调低目标价，下调至“中性”评级

我们相关将贴现现金流(DCF)分析推算的目标价由 15.00 港元下调至 13.60 港元，对应 21.7 倍 2023 年市盈率。由于上升空间收缩至 2.9%，我们将评级由“增持”下调至“中性”。

风险提示：(一)项目停止或延误；(二)并网电价大幅下跌；(三)玻璃价格大幅波动；(四)燃料成本急涨。

主要财务数据 (港币百万元) (更新于 2022 年 8 月 1 日)

年结:12月31日	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	12,316	16,065	19,446	23,128	27,991
增长率 (%)	35.4	30.4	21.0	18.9	21.0
股东净利润	4,561	4,924	4,215	5,569	7,085
增长率 (%)	88.7	8.0	(14.4)	32.1	27.2
每股盈利 (港币)	0.55	0.56	0.47	0.63	0.80
市盈率 (倍)	23.9	23.8	27.9	21.1	16.6
每股股息 (港币)	0.26	0.27	0.22	0.29	0.37
股息率 (%)	1.9	2.0	1.6	2.2	2.8
每股净资产 (港币)	3.01	3.41	3.69	4.11	4.63
市净率 (倍)	4.39	3.88	3.59	3.22	2.86

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

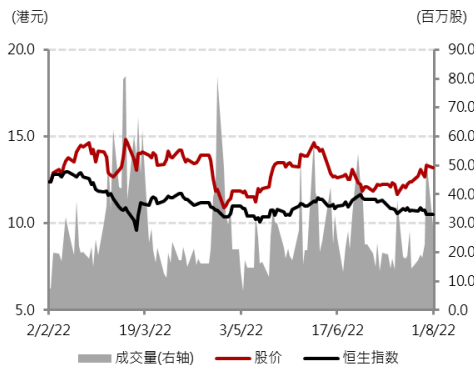
目标价：13.60 港元

股票资料 (更新至 2022 年 8 月 1 日)

现价	13.22 港元
总市值	117,598.90 百万 港元
流通股比例	47.05%
已发行总股本	8,895.53 百万
52 周价格区间	10.84-19.36 港元
3 个月日均成交额	321.97 百万 港元
主要股东	李贤义及关连人士 (占 26.04%) 信义玻璃 (868 HK) (占 23.24%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20220520 - 信义光能 (968 HK) 更新报告：生产成本压力存在，产能扩张仍可持续

20220301 - 信义光能 (968 HK) 更新报告：2021 年业绩逊预期，下调评级至“增持”

分析师

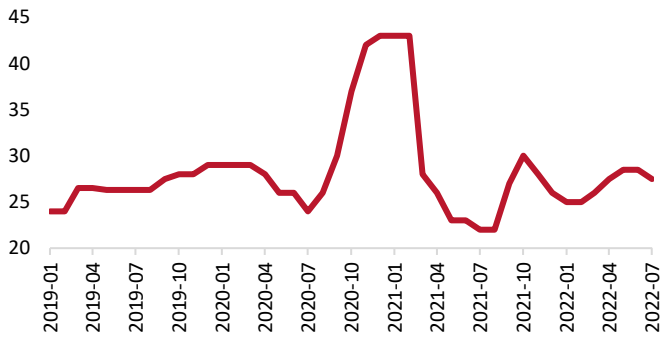
周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

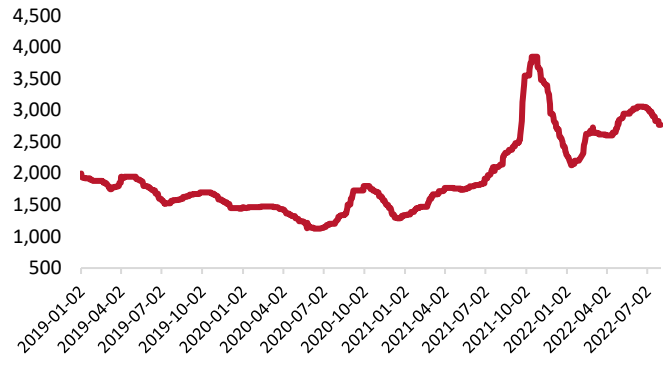
图表 1：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价(月底)

价格(人民币/平米)



图表 2：纯碱市场现货价

价格(人民币/吨)



注：截至 2022 年 7 月 27 日

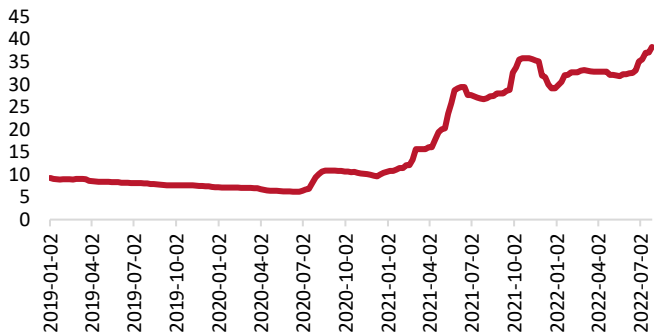
来源：PVInfoLink、中泰国际研究部

注：截至 2022 年 8 月 1 日

来源：Wind、中泰国际研究部

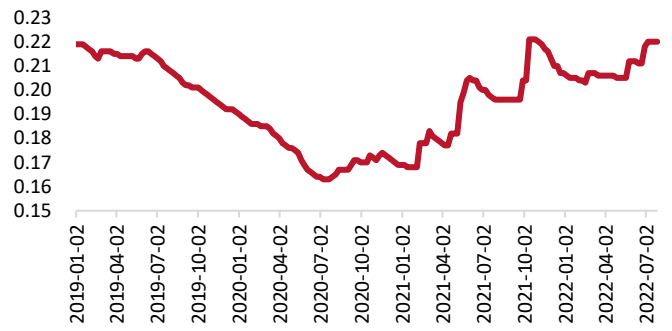
图表 3：光伏级多晶硅市场现货均价

价格(美元/千克)



图表 4：晶硅光伏组件市场现货均价

价格(美元/瓦)



注：截至 2022 年 7 月 27 日

来源：Wind、中泰国际研究部

注：截至 2022 年 7 月 27 日

来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：2022 年中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2021 年 上半年	2022 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	8,075	9,698	20.1	
- 太阳能玻璃销售	6,598	8,091	22.6	太阳能玻璃销售量同比上升 44.6%，主流产品 3.2mm 及 2.0mm 太阳能玻璃平均销售价格却分别同比下跌 12.5% 及 15.5%
- 中国内地	4,494	6,102	35.8	中国内地光伏装机需求强大
- 亚洲其他地区	1,609	1,602	(0.4)	疫情及美国限制由东南亚入口光伏组件影响东南亚对光伏玻璃的需求
- 欧美及其他	495	388	(21.8)	
- 太阳能发电场业务及 EPC 服务	1,477	1,558	5.5	
- 其他	0	49	不适用	硅砂销售
销售成本	(3,605)	(6,395)	77.4	
毛利	4,470	3,303	(26.1)	
- 太阳能玻璃销售	3,380	2,161	(36.1)	毛利率同比下跌 24.5 个百分点，主因：(一)玻璃售价下跌；(二)纯碱、天然气等原材料及能源价格上涨
- 太阳能发电场业务及 EPC 服务	1,089	1,134	4.1	
- 其他	0	8	不适用	
其他收入	123	115	(6.3)	
其他盈利净额	9	4	(54.3)	
销售及营销开支	(250)	(333)	33.0	开支占收入比例由 3.1% 上升至 3.4%
行政及其他营运开支	(356)	(432)	21.3	
经营溢利	3,996	2,658	(33.5)	
财务收入	71	67	(5.9)	
财产支出	(67)	(84)	24.8	
应占合营企业及联营公司溢利	19	16	(12.6)	
除税前利润	4,018	2,657	(33.9)	
所得税	(613)	(420)	(31.5)	实质税率由 15.3% 上升至 15.9%
税后利润	3,405	2,237	(34.3)	
非控股权益持有人	(333)	(332)	(0.2)	
股东净利润	3,072	1,905	(38.0)	
每股盈利 (港币)	0.35	0.21	(38.6)	
每股股息 (港币)	0.17	0.10	(41.2)	分派比率由 48.8% 下降至 46.7%
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	55.4	34.1	(21.3)	
- 太阳能玻璃销售	51.2	26.7	(24.5)	
- 太阳能发电场业务及 EPC 服务	73.7	72.8	(1.0)	
- 其他	-	15.6	不适用	
经营利润率	49.5	27.4	(22.1)	
股东净利润率	38.0	19.6	(18.4)	

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 6：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测
收入	20,434	24,823	19,446	23,128	(4.8)	(6.8)
销售成本	(12,006)	(14,031)	(12,621)	(14,300)	5.1	1.9
毛利	8,428	10,702	6,825	8,828	(19.0)	(17.5)
其他收入及收益	255	298	243	278	(4.7)	(6.9)
销售及分销成本	(613)	(621)	(583)	(578)	(4.8)	(6.9)
行政开支	(889)	(1,072)	(846)	(999)	(4.8)	(6.8)
经营利润	7,182	9,397	5,639	7,529	(21.5)	(19.9)
财务收入	127	67	127	52	(0.2)	(21.7)
财务费用	(184)	(192)	(184)	(192)	0.1	0.0
应占联营和合营公司利	40	42	40	42	(0.2)	(0.2)
税前利润	7,165	9,314	5,621	7,431	(21.5)	(20.2)
所得税	(1,069)	(1,391)	(837)	(1,108)	(21.7)	(20.3)
税后利润	6,096	7,923	4,784	6,323	(21.5)	(20.2)
少数股东权益	(727)	(946)	(569)	(754)	(21.7)	(20.3)
股东净利润	5,369	6,977	4,215	5,569	(21.5)	(20.2)
息税折旧摊销前利润	8,797	11,215	7,254	9,333	(17.5)	(16.8)
息税前利润	7,349	9,506	5,805	7,623	(21.0)	(19.8)
每股盈利(港币)	0.60	0.78	0.47	0.63	(21.0)	(19.7)
每股股息(港币)	0.28	0.36	0.22	0.29	(22.1)	(20.0)
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利率	41.2	43.1	35.1	38.2	(6.1)	(4.9)
经营利润率	35.1	37.9	29.0	32.6	(6.2)	(5.3)
股东净利润率	26.3	28.1	21.7	24.1	(4.6)	(4.0)

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 7：贴现现金流估值

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2023 预测	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2029 预测	2030 预测	2031 预测	2032 预测
息税前利润	7,623	9,609	10,866	12,387	13,873	15,260	16,481	17,503	18,378	19,113
加: 折旧及摊销	1,710	1,957	2,157	2,336	2,486	2,598	2,665	2,689	2,682	2,650
减: 税费	(1,108)	(1,412)	(1,630)	(1,858)	(2,081)	(2,289)	(2,472)	(2,625)	(2,757)	(2,867)
营运资金变动	2,327	3,581	3,946	4,273	4,547	4,751	4,875	4,918	4,906	4,847
资本开支	(4,111)	(3,906)	(4,304)	(4,661)	(4,960)	(5,183)	(5,318)	(5,365)	(5,352)	(5,287)
自由现金流	6,440	9,829	11,034	12,477	13,865	15,137	16,231	17,120	17,858	18,456
永续增长率	2.0%									
贝塔系数	1.20									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	10.0%									
权益成本	16.0%									
债务成本	3.5%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	12.0%									
股权价值 (港币百万元)	120,922									
每股价值 (港元)	13.60									
目标价 (港元)	13.60 (四舍五入, 精确至 0.02)									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 8：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权平均资金成本 (%)	10.8%	14.94	15.40	15.90	16.47	17.11
	11.4%	13.87	14.25	14.68	15.15	15.67
	12.0%	12.92	13.24	13.60	14.00	14.44
	12.6%	12.07	12.35	12.65	12.99	13.35
	13.2%	11.31	11.55	11.81	12.09	12.40

来源: 中泰国际研究部预测

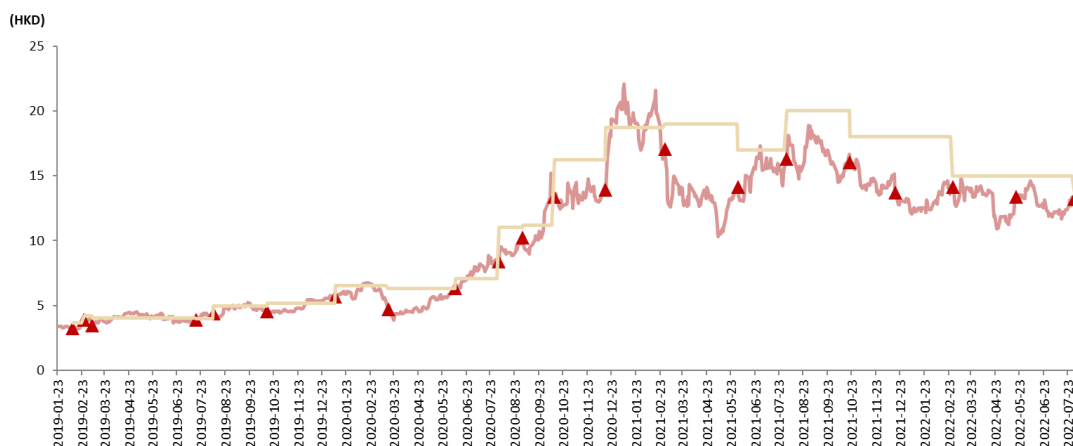
图表 9: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	现金流量表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
收入	12,316	16,065	19,446	23,128	27,991	经营活动现金流	4,284	3,629	2,453	5,269	5,040
销售成本	(5,732)	(8,516)	(12,621)	(14,300)	(16,915)	净利润	4,561	4,924	4,215	5,569	7,085
毛利	6,584	7,548	6,825	8,828	11,076	折旧与摊销	904	1,176	1,449	1,710	1,957
其他收入及收益	134	204	243	278	308	营运资本变动	(1,804)	(2,806)	(2,866)	(2,327)	(3,581)
销售及分销成本	(317)	(527)	(583)	(578)	(616)	其它	623	335	(344)	318	(422)
行政开支	(548)	(711)	(846)	(999)	(1,204)	投资活动现金流	(3,195)	(4,758)	(4,445)	(4,174)	(4,006)
经营利润	5,853	6,514	5,639	7,529	9,564	资本性支出净额	(3,249)	(4,597)	(4,328)	(4,111)	(3,906)
财务收入	61	157	127	52	1	其它	54	(161)	(117)	(62)	(100)
财务费用	(191)	(141)	(184)	(192)	(152)	自由现金流	4,674	5,107	4,955	6,440	9,829
应占联营和合营公司利润	36	38	40	42	44	融资活动现金流	5,887	(806)	(2,391)	(4,148)	(934)
税前利润	5,758	6,568	5,621	7,431	9,457	股本变动	6,521	0	0	0	0
所得税	(735)	(987)	(837)	(1,108)	(1,412)	净债务变动	(588)	1,872	342	(1,728)	959
税后利润	5,023	5,581	4,784	6,323	8,045	已派股息	(444)	(2,028)	(1,750)	(1,728)	(2,240)
少数股东权益	(462)	(657)	(569)	(754)	(960)	其它	397	(649)	(984)	(692)	348
股东净利润	4,561	4,924	4,215	5,569	7,085	净现金流	6,977	(1,935)	(4,383)	(3,053)	100
息税折旧摊销前利润	6,854	7,831	7,254	9,333	11,567						
息税前利润	5,949	6,709	5,805	7,623	9,609						
每股盈利(港币)	0.55	0.56	0.47	0.63	0.80						
每股股息(港币)	0.26	0.27	0.22	0.29	0.37						
资产负债表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	主要财务指标	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
总资产	43,423	49,070	55,014	59,260	67,686	增长率(%)					
流动资产	19,878	20,825	20,395	20,262	24,623	收入	35.4	30.4	21.0	18.9	21.0
现金及银行存款	9,291	7,458	3,085	43	153	毛利	68.3	14.7	(9.6)	29.4	25.5
应收账款、预付、按金	9,798	11,141	15,362	18,271	22,113	经营利润	76.6	11.3	(13.4)	33.5	27.0
存货	728	2,045	1,843	1,827	2,211	息税折旧摊销前利润	62.0	14.3	(8.0)	28.7	23.9
其它流动资产	60	180	103	121	146	息税前利润	75.2	12.8	(13.5)	31.3	26.1
非流动资产	23,545	28,246	34,620	38,998	43,063	股东净利润	88.7	8.0	(14.4)	32.1	27.2
固定资产净额	20,406	24,844	30,137	33,744	36,849	每股盈利	83.0	0.5	(14.8)	32.1	27.2
其他应收账	809	733	904	1,012	1,105	利润率(%)					
其它非流动资产	2,330	2,668	3,579	4,242	5,108	毛利率	53.5	47.0	35.1	38.2	39.6
总负债	11,399	13,173	16,090	15,854	18,688	经营利润率	47.5	40.6	29.0	32.6	34.2
流动负债	7,725	7,716	11,761	10,458	12,214	息税折旧摊销前利润	55.6	48.7	37.3	40.4	41.3
短期借款	3,410	3,658	5,228	2,541	2,541	息税前利润率	48.3	41.8	29.9	33.0	34.3
应付账款	3,378	3,718	5,445	6,476	7,838	股东净利润率	37.0	30.7	21.7	24.1	25.3
其它流动负债	938	341	1,088	1,441	1,836	净负债率(%)	净现金	1.8	16.1	18.0	18.1
非流动负债	3,674	5,457	4,329	5,396	6,474	其他(%)					
长期借款	2,703	4,350	3,123	4,082	5,041	实际税率	12.8	15.1	15.0	15.0	15.0
其它非流动负债	971	1,107	1,206	1,315	1,433	派息比率	46.0	48.5	46.0	46.0	46.1
权益总额	32,025	35,897	38,924	43,406	48,998	已动用资本回报率	12.8	11.9	9.7	11.4	12.8
股东权益	26,522	30,312	32,770	36,498	41,130	平均净资产收益率	22.4	17.3	13.4	16.1	18.3
少数股东权益	5,503	5,585	6,155	6,908	7,868	平均资产收益率	12.7	10.6	8.1	9.7	11.2
权益及负债总额	43,423	49,070	55,014	59,260	67,686	利息覆盖倍数(倍)	31.2	47.7	31.5	39.7	63.1
净现金/(负债)	3,178	(550)	(5,265)	(6,580)	(7,429)						

注: 由于四舍五入, 总和可能不相等
来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

信义光能(968 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2019/2/11	HK\$3.25	增持 (首次覆盖)	HK\$3.68
2	2019/2/25	HK\$3.90	增持 (维持)	HK\$4.22
3	2019/3/8	HK\$3.46	增持 (维持)	HK\$4.02
4	2019/7/17	HK\$3.92	中性 (下调)	HK\$4.00
5	2019/8/8	HK\$4.36	增持 (上调)	HK\$4.95
6	2019/10/15	HK\$4.56	增持 (维持)	HK\$5.15
7	2020/1/9	HK\$5.70	增持 (维持)	HK\$6.50
8	2020/3/16	HK\$4.72	买入 (上调)	HK\$6.30
9	2020/6/9	HK\$6.36	增持 (下调)	HK\$7.05
10	2020/8/3	HK\$8.37	买入 (上调)	HK\$11.00
11	2020/9/2	HK\$10.26	增持 (下调)	HK\$11.20
12	2020/10/12	HK\$13.38	买入 (上调)	HK\$16.20
13	2020/12/16	HK\$13.94	买入 (维持)	HK\$18.70
14	2021/3/1	HK\$17.06	增持 (下调)	HK\$19.00
15	2021/6/1	HK\$14.16	买入 (上调)	HK\$17.00
16	2021/8/2	HK\$16.28	买入 (维持)	HK\$20.00
17	2021/10/21	HK\$16.02	增持 (下调)	HK\$18.00
18	2021/12/17	HK\$13.72	买入 (上调)	HK\$18.00
19	2022/2/28	HK\$14.12	增持 (下调)	HK\$15.90
20	2022/5/19	HK\$13.40	增持 (维持)	HK\$15.00
21	2022/8/1	HK\$13.22	中性 (下调)	HK\$13.60

来源: 公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805