

买入

光伏玻璃供求改善，公司海内外扩产优势显著

信义光能 (0968.HK)

2024-03-11 星期一

投资要点

目标价: **8.16 港元**
现价: 5.91 港元
预计升幅: 38%

重要数据

日期	2023-03-08
收盘价 (港元)	5.91
总股本 (亿股)	89.04
总市值 (亿港元)	526
净资产 (百万港元)	37,858
总资产 (百万港元)	60,433
52 周高低 (港元)	9.57/3.42
每股净资产 (港元)	3.59

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 (22.94%)

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-20220310/0805/1130

更新报告-20230516

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

光伏玻璃供求改善，支撑光伏玻璃价格趋稳:

2023 年下半年以来，在听证会政策背景下，国家发改委和工信部对光伏玻璃产能预警政策得到有效实施。2023 年新增点火产能较预期明显下降，预期 2024 年国内光伏玻璃新增产能有限，2024 年光伏玻璃供求关系进一步改善，行业回归良性健康发展。另外从原材料、燃料成本端来看，纯碱产能过剩将带来价格下行压力，而 2024 年天然气成本同比也将有所下降，有利于进一步降低光伏玻璃生产成本。随着二季度光伏产业链开工率恢复，将有效消化现在库存，支撑光伏玻璃价格。

海内外扩产优势显著，2024 年规划新增产能 6,400 吨:

2023 年公司共新增 6 条 1000 吨产能，截至 2023 年底，公司总日熔量达 25,800 吨。2024 年公司计划新增 6 条产线，其中安徽芜湖 4 条 1000 吨产线，预计 3 季度末前投产；马来西亚新增 2 条 1200 吨产能，预计上半年投产。2024 年海内外新增产能投产后，预计公司 2024 年底的日熔量会提升到 32,200 吨。公司 2024 年有效熔化量较 2023 年增长约 35.2%，带来光伏玻璃销量持续增长。

光伏电站新增并网提速，下半年多晶硅有望开始贡献盈利:

公司 2023 年新增并网创新高达到 1,094MW，截至 2023 年底公司累计并网电站接近约 6GW，带来 2023 年光伏电站收入同比增长 8.2%；而公司持有 52% 股份的信义晶硅，于云南曲靖的第一期 6 万吨，将于 2024Q2 投产，在公司产业协同优势下，待价格回暖后，有望取得合理收益回报。

更新目标价 8.16 港元，维持买入评级:

我们更新公司目标价至 8.16 港元，相当于 2024 年和 2025 年 14 倍和 10.8 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	20,544	26,629	34,384	40,152	45,874
同比增长(%)	27.9%	29.6%	29.1%	16.8%	14.2%
净利润	3,820	4,187	5,183	6,729	7,886
同比增长(%)	-22.4%	9.6%	23.8%	29.8%	17.2%
每股盈利 (港仙)	42.95	47.04	58.22	75.59	88.59
PE@5.91HKD	13.8	12.6	10.2	7.8	6.7
每股股息 (港仙)	20.00	22.50	26.78	34.77	40.75
股息率	3.4%	3.8%	4.5%	5.9%	6.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

光伏玻璃供求改善，支撑光伏玻璃价格趋稳：

2023年下半年以来，在听证会政策背景下，国家发改委和工信部对光伏玻璃产能预警政策得到有效实施。2023年新增点火产能较预期明显下降，预期2024年国内光伏玻璃新增产能有限，2024年光伏玻璃供求关系进一步改善，行业回归良性健康发展。另外从原材料、燃料成本端来看，纯碱产能过剩将带来价格下行压力，而2024年天然气成本同比也将有所下降，有利于进一步降低光伏玻璃生产成本。随着二季度光伏产业链开工率恢复，将有效消化现在库存，支撑光伏玻璃价格。

海内外扩产优势显著，2024年规划新增产能6,400吨：

2023年公司共新增6条1000吨产能，截至2023年底，公司总日熔量达25,800吨。2024年公司计划新增6条产线，其中安徽芜湖4条1000吨产线，预计3季度末前投产；马来西亚新增2条1200吨产能，预计上半年投产。2024年海内外新增产能投产后，预计公司2024年底的日熔量会提升到32,200吨。公司2024年有效熔化量较2023年增长约35.2%，带来光伏玻璃销量持续增长。

光伏电站新增并网提速，下半年多晶硅有望开始贡献盈利：

公司2023年新增并网创新高达到1,094MW，截至2023年底公司累计并网电站接近约6GW，带来2023年光伏电站收入同比增长8.2%；而公司持有52%股份的信义晶硅，于云南曲靖的第一期6万吨，将于2024Q2投产，在公司产业协同优势下，待价格回暖后，有望取得合理收益回报。

更新目标价8.16港元，维持买入评级：

总体来看，受益光伏玻璃供求改善和原材料及燃料成本下行，我们初步判断光伏玻璃价格趋稳，光伏玻璃毛利率有望持续改善。而公司海内外产能扩充带来光伏玻璃销量增长，将有利支撑公司业绩持续稳定增长。

我们更新公司目标价至8.16港元，相当于2024年和2025年14倍和10.8倍PE，目标价较现价有38%上升空间，维持买入评级。

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

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			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	26.73	584	29.6	21.6	15.9	12.9	2.9	2.8	2.4	2.0
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	22.65	45	53.9	37.9	24.2	16.8	1.4	1.3	1.2	1.1
	000012.SZ	南玻A	CNY	5.68	135	8.6	9.7	9.0	7.4	1.3	0.0	0.0	0.0
平均						30.7	23.0	16.3	12.4	1.8	1.4	1.2	1.0
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	18.54	643	18.3	13.7	10.2	8.1	1.8	2.0	1.7	1.5
	3868.HK	信义能源	HKD	1.11	92	9.4	-	7.5	6.5	0.7	0.0	0.7	0.6
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.76	5	4.9	-	-	0.0	0.2	-	-	-
平均						10.9	13.7	8.9	4.8	0.9	1.0	1.2	1.0
	0968.HK	信义光能	HKD	5.91	526	13.8	12.6	10.2	7.8	1.6	0.0	1.5	1.4

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	20,544	26,629	34,384	40,152	45,874
经营成本	(14,386)	(19,539)	(26,042)	(29,751)	(33,836)
销售费用	(91)	(106)	(930)	(1,085)	(1,240)
行政费用	(979)	(1,204)	(801)	(934)	(1,068)
财务开支	(168)	(349)	(120)	(127)	(122)
应占合营公司溢利	31	28	29	29	30
应占联营公司溢利	0	0	0	0	0
税前盈利	5,181	5,571	6,471	8,202	9,521
所得税	(835)	(871)	(657)	(810)	(939)
少数股东应占利润	526	513	631	662	696
归属股东净利润	3,820	4,187	5,183	6,729	7,886
折旧及摊销	1,490	1,125	1,181	1,236	1,292
EBITDA	3,919	4,874	6,311	8,148	9,561
增长					
总收入 (%)	28%	30%	29%	17%	14%
EBITDA (%)	-34%	24%	29%	29%	17%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	5,326	2,822	2,111	2,542	2,975
应收账款	7,216	8,083	8,943	10,935	13,384
存货	2,029	2,098	2,098	2,098	2,098
其他流动资产	4,537	6,819	6,786	6,754	9,407
流动资产	19,108	19,822	19,938	22,329	27,864
固定资产	27,438	36,560	36,560	36,560	36,560
其他固定资产	4,029	4,051	4,104	4,158	4,213
非流动资产	31,467	40,611	40,664	40,718	40,773
总资产	50,575	60,433	60,602	63,047	68,636
流动负债	10,610	17,223	16,733	15,954	15,111
应付帐款	5,422	8,307	7,816	7,035	6,191
短期银行贷款	4,358	6,883	6,883	6,883	6,883
其他短期负债	831	2,033	2,034	2,036	2,038
非流动负债	4,733	5,352	4,427	4,427	4,427
长期银行贷款	3,674	3,620	3,620	3,620	3,620
其他负债	1,059	1,732	807	807	807
总负债	15,344	22,575	21,161	20,381	19,538
少数股东权益	5,483	5,884	6,006	6,844	8,381
股东权益	29,748	31,975	33,436	35,822	40,717
每股账面值(港元)	3.96	4.26	4.43	4.79	5.52
营运资金	8,498	2,599	3,205	6,375	12,752

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	19%	18%	18%	20%	21%
净利率 (%)	19%	16%	15%	17%	17%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	2%	2%	2%
实际税率 (%)	16%	16%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
库存周转	30	30	31	32	33
应付账款天数	152	152	152	152	152
应收账款天数	140	140	140	140	140
ROE (%)	13%	13%	16%	19%	19%
ROA (%)	8%	8%	9%	11%	12%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
收入/总资产	0.41	0.44	0.57	0.64	0.67
总资产/股本	1.70	1.89	1.81	1.76	1.69
收入对利息倍数	(122.6)	(76.2)	(287.3)	(316.7)	(374.6)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	3,919	4,874	6,311	8,148	9,561
融资成本	198	384	148	148	148
营运资金变化	(4,611)	(5,899)	606	3,171	6,377
所得税	(742)	(871)	(657)	(810)	(939)
营运现金流	5,892	5,799	5,586	5,804	5,554
资本开支	(6,646)	(7,590)	(6,866)	(6,215)	(5,512)
其他投资活动	192	30	25	30	32
投资活动现金流	(6,454)	(7,560)	(6,841)	(6,185)	(5,480)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	(889)	(890)	(890)
股息	(2,281)	(1,999)	(2,162)	(2,674)	(3,400)
其他融资活动	1,206	1,752	4,091	4,871	5,144
融资活动现金流	(1,075)	(247)	1,040	1,307	853
现金变化	(1,637)	(2,008)	(215)	927	928
期初持有现金	7,458	5,326	2,822	2,111	2,542
汇率变动	(495)	(495)	(495)	(495)	(495)
期末持有现金	5,326	2,822	2,111	2,542	2,975

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>