

买入

光伏玻璃龙头进军硅料，迎新业务增长点

信义光能 (0968.HK)

2021-12-22 星期三

投资要点

目标价: **16.7 港元**
 现价: 12.74 港元
 预计升幅: 31%

光伏玻璃龙头进军硅料，迎新业务增长点：

2021年12月16日，公司与信义玻璃宣布最高出资33亿元合营信义晶硅，于云南曲靖市开展多晶硅生产项目，公司和信义玻璃分别持有信义晶硅52%和48%权益。该多晶硅生产项目，年产能6万吨，之后将分阶段将总产能提高到20万吨，白炭黑年产能为1万吨。预计建设周期为2年，即最早于2023年投产。通过布局多晶硅产业，与光伏玻璃形成协同效应，公司有望迎来新业务增长点。

采用主流晶硅技术路线，容易获得下游客户支持：

基于N型电池需求前景以及与光伏玻璃的协同效应，公司决定进军硅料行业。公司目前已经完成技术团队搭建，晶硅公司总经理领导过较多国内领先的大型多晶硅项目建设，拥有丰富行业经验；技术路线方面，公司认可N型电池发展方向，其对硅料要求更高，因此公司在二期项目中采用改良西门子法，契合行业主流需求，容易获得下游客户支持。

选址地区政策支持力度大，享受低电价优惠：

云南省政府和曲靖市均出台一系列政策大力支持光伏行业发展，曲靖意在打造“硅料之都”，硅产业是曲靖未来发展战略的重要部分。目前曲靖已形成光伏产业集群，拥有充足的工业硅供应以及旺盛的下游硅片需求，极大提升公司生产经营效率；此外，云南水电资源丰富，电价成本低，是国内电价最有竞争力地区之一，公司得到政策允许范围内的优惠电价支持，有利于减低公司生产成本，提升产品竞争力。

目标价 16.7 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价至16.7港元，相当于2021年和2022年26.5倍和22倍PE，目标价较现价有31%上升空间，维持买入评级。

重要数据

| 日期 | 2021-12-21 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元) | 12.74 |
| 总股本(亿股) | 8,890 |
| 总市值(百万港元) | 115,396 |
| 净资产(百万港元) | 33,815 |
| 总资产(百万港元) | 47,718 |
| 52周高低(港元) | 24.22/9.67 |
| 每股净资产(港元) | 3.2 |

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 (22.85%)

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

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzsq.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@12.74HKD | 42.1 | 23.0 | 20.2 | 16.8 | 14.4 |
| 每股股息(港元) | 14.00 | 25.50 | 28.99 | 34.78 | 40.77 |
| 股息率 | 1.1% | 2.0% | 2.3% | 2.7% | 3.2% |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

光伏玻璃龙头进军硅料，迎新业务增长点：

2021年12月16日，公司与信义玻璃（0868.HK）宣布最高出资33亿元联合成立合营信义晶硅，于云南曲靖市开展多晶硅生产项目，公司和信义玻璃分别持有信义晶硅52%和48%权益。公告显示，该多晶硅生产项目，年产能6万吨，之后将分阶段将总产能提高到20万吨，白炭黑年产能为1万吨。目前，曲靖市政府已同意就土地使用权、厂房建设、相关行政许可提供政策及行政支持。根据计划，项目将于政府主管部门颁发相关施工及行政许可后60日内动工，预计建设周期为2年，即最早与2023年投产。

双碳目标下，光伏电站规模将持续增加，作为光伏电站的关键原材料，多晶硅需求也将持续增加。由于多晶硅和光伏玻璃产品面向相似的客户群体，通过布局多晶硅产业，与光伏玻璃形成协同效应，公司有望迎来新的业绩增长点。

采用主流晶硅技术路线，容易获得下游客户支持：

综合考虑N型电池需求前景以及与光伏玻璃的协同效应，公司决定进军硅料行业。团队建设方面，公司目前已经完成技术团队搭建，晶硅总经理领导过较多国内领先的大型多晶硅项目建设，拥有丰富行业经验；技术路线方面，公司认可N型电池发展方向，其对硅料要求更高，因此公司在二期项目中采用改良西门子法，契合行业主流需求，容易获得下游客户支持。

选址地区政策支持力度大，享受低电价优惠：

云南省政府和曲靖市均出台一系列政策大力支持光伏行业发展，曲靖意在打造“硅料之都”，硅产业是曲靖未来发展战略的重要部分。目前曲靖已形成光伏产业集群，拥有充足的工业硅供应以及旺盛的下游硅片需求，极大提升公司生产经营效率；此外，云南水电资源丰富，电价成本低，是国内电价最有竞争力地区之一，公司得到政策允许范围内的优惠电价支持，有利于减低公司生产成本，提升产品竞争力。

表 1：公司选址优势

| 地址优势（云南曲靖） |
|---|
| 政策优势：政府旨在打造“光伏之都”，出台一系列政策支持光伏等新能源产业 |
| 产业集群优势：不仅有原料工业硅资源供应，也有下游硅片需求 |
| 电价优势：云南水电资源丰富，电价较低，此外，公司还能获得政策优惠电价 |
| 能耗指标优势：曲靖工业规模较小，能耗空间大，新能源产业趋势下，多晶硅能耗指标获取较顺利 |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

目标价 16.7 港元，维持买入评级：

结合行业内可比公司估值情况，我们更新公司目标价至 16.7 港元，相当于 2021 年和 2022 年 26.5 倍和 22 倍 PE，目标价较现价有 31% 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；多晶硅价格大幅下跌

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 | CNY | 44.58 | 879 | 58.8 | 40.6 | 29.9 | 24.1 | 8.4 | 9.4 | 7.2 | 5.6 |
| | 002623.SZ | 亚玛顿 | CNY | 41.39 | 82 | 59.8 | 55.1 | 28.3 | 21.4 | 2.4 | 3.0 | 2.7 | 2.4 |
| | 000012.SZ | 南玻A | CNY | 9.62 | 218 | 37.9 | 7.5 | 7.0 | 6.4 | 2.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| | 平均 | | | | | 52.2 | 34.4 | 21.7 | 17.3 | 4.5 | 4.3 | 3.4 | 2.8 |
| H股 | 6865.HK | 福莱特玻璃 | HKD | 33.45 | 1,076 | 37.1 | 26.3 | 19.7 | 15.1 | 5.3 | 6.0 | 5.0 | 3.8 |
| | 3868.HK | 信义能源 | HKD | 4.19 | 298 | 32.3 | 23.1 | 19.6 | 16.9 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| | 0438.HK | 彩虹新能源 | HKD | 21.50 | 38 | 14.5 | - | - | - | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| | 平均 | | | | | 28.0 | 24.7 | 19.7 | 16.0 | 3.1 | 3.3 | 2.9 | 2.4 |
| | 0968.HK | 信义光能 | HKD | 12.74 | 1,133 | 24.8 | 20.2 | 16.8 | 14.4 | 4.0 | 5.5 | 4.6 | 3.9 |

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 |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 收入 | 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) |
| 税前盈利 | 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 |
| 归属股东净利润 | 2,416 | 4,561 | 5,551 | 6,661 | 7,807 |
| 折旧及摊销 | 795 | 870 | 1,053 | 1,108 | 1,125 |
| EBITDA | 2,794 | 5,299 | 6,199 | 7,413 | 8,755 |
| 增长 | | | | | |
| 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 |
| 流动资产 | 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 |
| 非流动资产 | 18,930 | 23,545 | 22,197 | 23,056 | 23,056 |
| 总资产 | 28,397 | 43,423 | 44,317 | 47,791 | 48,180 |
| 流动负债 | 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 |
| 非流动负债 | 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 |
| 总负债 | 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 |
| 股东权益 | 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 |
|---------------|--------|--------|---------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| EBITDA 利率 (%) | 31% | 43% | 38% | 35% | 32% |
| 净利率 (%) | 27% | 37% | 34% | 32% | 29% |
| 营运表现 | | | | | |
| 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 |
| 应收账天数 | 192 | 159 | 123 | 123 | 123 |
| ROE (%) | 17% | 17% | 27% | 28% | 27% |
| ROA (%) | 9% | 13% | 13% | 14% | 16% |
| 财务状况 | | | | | |
| 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 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBITDA | 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) |
| 营运现金流 | 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 |
| 投资活动现金流 | (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) |
| 融资活动现金流 | 2,127 | 2,967 | (2,224) | (3,913) | (7,679) |
| 现金变化 | 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>