

## 买入

## 周期拐点初露端倪，龙头扩产优势显著

**信义光能 (0968.HK)**

2023-05-16 星期二

### 投资要点

目标价: **11.8 港元**  
 现价: 7.88 港元  
 预计升幅: 50%

### 重要数据

日期	2023-05-15
收盘价 (港元)	7.88
总股本 (亿股)	89.02
总市值 (亿港元)	702
净资产 (百万港元)	35,231
总资产 (百万港元)	50,575
52 周高低 (港元)	14.86/7.16
每股净资产 (港元)	3.34

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 (22.95%)

### 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

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 光伏玻璃价格趋稳，周期拐点初露端倪：

隆众数据显示，最新光伏玻璃 2.0mm 售价 18.5 元/平方米，3.2mm 价格 26 元/平方米，全国光伏玻璃在产生产线共计 431 条，日熔量合计 86130 吨/日，库存天数约 20 天。初步测算，预期 2023 年新增有效产能 2.5-3 万吨左右，整体供需平衡。从行业利润角度，当前上下游价格水平下，三四线光伏玻璃企业处于亏损状态，2023Q1 光伏玻璃处于盈利周期底部。受全球光伏强劲需求拉动，以及纯碱等成本下降态势下，预期 2023Q2 利润率将环比改善，周期拐点或将在下半年逐步显现。

#### ➤ 2023 年规划新增产能 7,000 吨，年有效熔化量同比增长 50.5%：

2022 年 12 月底，公司总日熔量达 19,800 吨，2023 年公司计划新增 7 条 1000 吨产线，2023 年 3-4 月，公司分别点火了一条 1000 吨的产线共新增 2000 吨，日熔量达到 2,1800 吨，余下 5 条 1000 吨的产线陆续投产后，2023 年底的日熔量会提升到 2,6800 吨。公司 2023 年有效熔化量较 2022 年增长约 50.5%，以量抵价将带来业绩持续增长。

#### ➤ 听证会制度下，龙头扩产优势显著：

听证会制度下，政府有望通过行政审批手段，根据行业需求，合理把控光伏玻璃项目建设点火时间。预期 2024 年及以后，三四线光伏玻璃厂商新增产能将受到节奏制约。公司作为龙头公司，盈利能力显著高于二三线厂商，扩产成本优势显著，公司计划 2024 年新增产能 5,400 吨，未来公司市占率有望进一步提升。

#### ➤ 更新目标价 11.8 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价至 11.8 港元，相当于 2023 年和 2024 年 20 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 50% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	16,065	20,544	28,068	36,518	43,188
同比增长(%)	30.4%	27.9%	36.6%	30.1%	18.3%
净利润	4,924	3,820	5,224	7,443	8,760
同比增长(%)	8.0%	-22.4%	36.8%	42.5%	17.7%
每股盈利 (港仙)	55.65	42.95	58.73	83.67	98.48
PE@7.88HKD	14.2	18.3	13.4	9.4	8.0
每股股息 (港仙)	27.00	20.00	27.01	38.49	45.30
股息率	3.4%	2.5%	3.4%	4.9%	5.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 光伏玻璃价格趋稳，周期拐点初露端倪：

隆众数据显示，最新光伏玻璃 2.0mm 售价 18.5 元/平方米，3.2mm 价格 26 元/平方米，全国光伏玻璃在生产产线共计 431 条，日熔量合计 86130 吨/日，库存天数约 20 天。初步测算，预期 2023 年新增有效产能 2.5-3 万吨左右，整体供需平衡。从行业利润角度，当前上下游价格水平下，三四线光伏玻璃企业处于亏损状态，2023Q1 光伏玻璃处于盈利周期底部。受全球光伏强劲需求拉动，以及纯碱等成本下降态势下，预期 2023Q2 利润率将环比改善，周期拐点或将在下半年逐步显现。

### 2023 年规划新增产能 7,000 吨，年有效熔化量同比增长 50.5%：

2022 年 12 月底，公司总日熔量达 19,800 吨，2023 年公司计划新增 7 条 1000 吨产线，2023 年 3-4 月，公司分别点火了一条 1000 吨的产线共新增 2000 吨，日熔量达到 2,1800 吨，余下 5 条 1000 吨的产线陆续投产后，2023 年底的日熔量会提升到 2,6800 吨。公司 2023 年有效熔化量较 2022 年增长约 50.5%，以量抵价将带来业绩持续增长。

### 听证会制度下，龙头扩产优势显著：

听证会制度下，政府有望通过行政审批手段，根据行业需求，合理把控光伏玻璃项目建设点火时间。预期 2024 年及以后，三四线光伏玻璃厂商新增产能将受到节奏制约。公司作为龙头公司，盈利能力显著高于二三线厂商，扩产成本优势显著，公司计划 2024 年新增产能 5,400 吨，未来公司市占率有望进一步提升。

### 更新目标价 11.8 港元，维持买入评级：

基于目前光伏玻璃价格以及纯碱等原材料价格走势，预期 2023Q2 利润率有望环比改善，行业周期拐点逐步显现。

我们更新公司目标价至 11.8 港元，相当于 2023 年和 2024 年 20 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 50% 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	31.12	618	31.5	22.0	16.7	13.7	4.6	3.4	2.7	2.2
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	27.30	54	65.0	36.6	24.6	16.8	1.7	1.6	1.5	1.3
	000012.SZ	南玻A	CNY	6.55	157	9.9	8.2	7.0	5.7	1.5	1.4	1.2	1.0
<b>平均</b>						<b>35.5</b>	<b>22.3</b>	<b>16.1</b>	<b>12.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.45	696	20.3	14.2	10.7	8.6	2.9	2.6	2.2	1.7
	3868.HK	信义能源	HKD	2.24	183	18.9	14.5	12.2	10.9	1.6	1.4	1.3	1.3
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	8.50	15	15.0	-	-	-	0.7	-	-	-
<b>平均</b>						<b>18.1</b>	<b>14.3</b>	<b>11.5</b>	<b>9.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	7.88	702	18.3	13.4	9.4	8.0	2.4	2.3	2.0	1.6

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	16,065	20,544	28,068	36,518	43,188
经营成本	(8,516)	(14,386)	(20,141)	(25,602)	(30,398)
销售费用	(527)	(91)	(757)	(987)	(1,168)
行政费用	(711)	(979)	(653)	(850)	(1,006)
财务开支	16	(168)	(60)	(58)	(63)
应占合营公司溢利	38	31	31	32	33
应占联营公司溢利	(0)	0	0	0	0
<b>税前盈利</b>	6,568	5,181	6,476	8,992	10,486
所得税	(987)	(835)	(651)	(918)	(1,063)
少数股东应占利润	657	526	601	631	662
<b>归属股东净利润</b>	4,924	3,820	5,224	7,443	8,760
折旧及摊销	1,120	1,490	1,125	1,181	1,236
<b>EBITDA</b>	5,922	3,919	6,137	8,824	10,448
<b>增长</b>					
总收入 (%)	30%	28%	37%	30%	18%
EBITDA (%)	11%	-34%	57%	44%	18%

**资产负债表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	7,458	5,326	5,516	5,040	4,931
应收账款	7,070	7,216	7,322	8,943	10,935
存货	2,045	2,029	2,029	2,029	2,029
其他流动资产	4,251	4,537	3,423	3,423	3,423
<b>流动资产</b>	20,825	19,108	18,291	19,436	21,319
固定资产	1,917	27,438	27,438	27,438	27,438
其他固定资产	22,927	4,029	1,286	1,286	1,286
<b>非流动资产</b>	24,844	31,467	28,724	28,724	28,724
<b>总资产</b>	49,070	50,575	47,015	48,160	50,043
<b>流动负债</b>	7,716	10,610	13,823	13,389	12,564
应付帐款	3,718	5,422	8,685	8,251	7,426
短期银行贷款	3,658	4,358	4,358	4,358	4,358
其他短期负债	341	831	780	780	780
<b>非流动负债</b>	5,457	4,733	3,903	3,903	3,903
长期银行贷款	4,350	3,674	3,674	3,674	3,674
其他负债	1,107	1,059	229	229	229
<b>总负债</b>	13,173	15,344	17,726	17,292	16,467
少数股东权益	5,585	5,483	3,455	1,015	(1,007)
<b>股东权益</b>	30,312	29,748	25,833	29,852	34,583
每股账面值(港元)	4.08	3.96	0.00	0.00	0.00
营运资金	13,109	8,498	4,467	6,047	8,755

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	37%	19%	22%	24%	24%
净利率 (%)	31%	19%	19%	20%	20%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4%	5%	2%	2%	2%
实际税率 (%)	15%	16%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	49%	46%	46%	46%	46%
库存周转	30	30	30	31	32
应付账款天数	152	152	152	152	152
应收账款天数	140	140	140	140	140
ROE (%)	16%	13%	20%	25%	25%
ROA (%)	11%	8%	11%	16%	18%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
收入/总资产	0.33	0.41	0.60	0.76	0.86
总资产/股本	1.62	1.70	1.82	1.61	1.45
收入对利息倍数	1,011.7	(122.6)	(469.1)	(630.3)	(688.9)

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	5,922	3,919	6,137	8,824	10,448
融资成本	141	198	113	113	113
营运资金变化	956	(4,611)	(4,030)	1,579	2,708
所得税	(1,231)	(742)	(651)	(918)	(1,063)
<b>营运现金流</b>	3,629	5,892	8,717	7,112	7,759
资本开支	(4,938)	(6,646)	(7,590)	(7,228)	(6,541)
其他投资活动	180	192	33	28	34
<b>投资活动现金流</b>	(4,758)	(6,454)	(7,557)	(7,200)	(6,507)
负债变化	1,225	0	0	0	0
股本变化	13,221	0	881	(8)	(9)
股息	(2,593)	(2,281)	(1,999)	(2,680)	(3,714)
其他融资活动	(12,658)	1,206	644	2,795	2,858
<b>融资活动现金流</b>	(806)	(1,075)	(474)	108	(865)
<b>现金变化</b>	(1,935)	(1,637)	685	19	387
期初持有现金	9,291	7,458	5,326	5,516	5,040
汇率变动	102	(495)	(495)	(495)	(495)
期末持有现金	7,458	5,326	5,516	5,040	4,931

## 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>