

买入

光伏玻璃行业整合，公司调整投产节奏

信义光能 (0968.HK)

2024-08-06 星期二

投资要点

目标价: **4.69 港元**

现价: 3.50 港元

预计升幅: 34%

重要数据

日期	2024-08-06
收盘价 (港元)	3.5
总股本 (亿股)	89.10
总市值 (亿港元)	312
净资产 (百万港元)	37,494
总资产 (百万港元)	62,465
52 周高低 (港元)	8.25/3.32
每股净资产 (港元)	3.57

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 (22.918%)

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-20230516/20240311

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2024 年上半年盈利 19.63 亿港元，同比增长 41%，符合预期:

2024H1 公司实现收益约 126.87 亿港元，同比增长 4.5%；毛利约 34.06 亿港元，同比增长 27.5%；股东应占盈利约 19.63 亿港元，同比增长 41.0%；基本每股盈利 22.03 港仙，每股中期股息 10 港仙(派息率 45.4%)。公司盈利增长显著高于收入增长，主要受益今年上半年天然气以及纯碱成本下行，以及新产能效率提升带来规模成本效应的综合作用。期内公司光伏玻璃毛利率为 21.5%，同比提升 6.3 个百分点。

➤ 光伏玻璃行业整合，公司调整投产节奏:

今年 5 月份以来，由于光伏玻璃供给仍处高位而需求表现偏弱，玻璃价格一度承压，近期虽然冷修窑炉开始增加，产能供应得到一定缓解，但在行业高库存压力下，预期下半年光伏玻璃行业将持续整合，价格仍有进一步下探的可能性，预期毛利率环比上半年将有所下降。卓创资讯数据显示，截至 8 月 2 日，国内光伏玻璃 2.0mm 镀膜主流价格为 13.5 元/平米，3.2mm 镀膜主流价格为 22.5 元/平米，均环比下跌 1.5 元/平米。

公司上半年新增 3 条总日熔量为 3,200 吨的太阳能玻璃生产线。于 2024 年 6 月底，公司总日熔量提升至 29,000 吨(含冷修产能 2,000 吨)。2024 年公司原计划新增 6 条产线，将年底的日熔量提升到 32,200 吨。基于光伏玻璃行业目前供大于求以及旺季不旺的情况，公司将根据市场供销情况来适当的调控新产线点火的时间。我们预期工信部对光伏玻璃产能收紧政策持续，将有利于行业产能出清，行业整合完成后，公司作为龙头企业有望彰显其海内外扩张以及规模成本优势，将进一步提升市占率。

➤ 更新目标价 4.69 港元，维持买入评级:

我们更新公司目标价至 4.69 港元，相当于 2024 年和 2025 年 11 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 34% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	20,544	26,629	32,749	38,833	44,516
同比增长(%)	27.9%	29.6%	23.0%	18.6%	14.6%
净利润	3,820	4,187	3,806	5,580	6,699
同比增长(%)	-22.4%	9.6%	-9.1%	46.6%	20.1%
每股盈利 (港仙)	42.95	47.04	42.76	62.68	75.25
PE@3.50HKD	8.1	7.4	8.2	5.6	4.7
每股股息 (港仙)	20.00	22.50	19.67	28.83	34.62
股息率	5.7%	6.4%	5.6%	8.2%	9.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024 年上半年盈利 19.63 亿港元，同比增长 41%，符合预期：

2024H1 公司实现收益约 126.87 亿港元，同比增长 4.5%；毛利约 34.06 亿港元，同比增长 27.5%；股东应占盈利约 19.63 亿港元，同比增长 41.0%；基本每股盈利 22.03 港仙，每股中期股息 10 港仙（派息率 45.4%）。公司盈利增长显著高于收入增长，主要受益今年上半年天然气以及纯碱成本下行，以及新产能效率提升带来规模成本效应的综合作用。期内公司光伏玻璃毛利率为 21.5%，同比提升 6.3 个百分点。截至 2024 年 6 月底，公司净负债率 23.5%，在手现金 23.6 亿港元，财务保持稳健。

光伏玻璃行业整合，公司调整投产节奏：

今年 5 月份以来，由于光伏玻璃供给仍处高位而需求表现偏弱，玻璃价格一度承压，近期虽然冷修窑炉开始增加，产能供应得到一定缓解，但在行业高库存压力下，预期下半年光伏玻璃行业将持续整合，价格仍有进一步下探的可能性，预期毛利率环比上半年将有所下降。卓创资讯数据显示，截至 8 月 2 日，国内光伏玻璃 2.0mm 镀膜主流价格为 13.5 元/平米，3.2mm 镀膜主流价格为 22.5 元/平米，均环比下跌 1.5 元/平米。

公司上半年新增 3 条总日容量为 3,200 吨的太阳能玻璃生产线。于 2024 年 6 月底，公司总日容量提升至 29,000 吨（含冷修产能 2,000 吨）。2024 年公司原计划新增 6 条产线，将年底的日容量提升到 32,200 吨。基于光伏玻璃行业目前供大于求以及旺季不旺的情况，公司将根据市场供销情况来适当的调控新产线点火的时间。我们预期工信部对光伏玻璃产能收紧政策持续，将有利于行业产能出清，行业整合完成后，公司作为龙头企业有望彰显其海内外扩张以及规模成本优势，将进一步提升市占率。

更新目标价 4.69 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价至 4.69 港元，相当于 2024 年和 2025 年 11 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 34% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

光伏装机需求、组件企业排产不及预期

原材料及燃料成本上涨，光伏玻璃价格下跌超出预期

产能出清不及预期

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	17.29	374	14.7	10.6	8.2	6.8	1.8	1.6	1.3	1.1
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	15.52	31	37.0	22.1	16.1	14.0	1.0	0.9	0.9	0.9
	000012.SZ	南玻A	CNY	4.95	121	9.2	8.7	8.3	7.8	1.1	1.0	1.0	1.0
平均						20.3	13.8	10.9	9.5	1.3	1.2	1.1	1.0
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	11.16	408	8.6	6.6	5.2	4.3	1.0	1.0	0.8	0.7
	3868.HK	信义能源	HKD	0.85	70	7.1	6.7	5.7	5.2	0.5	0.5	0.5	0.5
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.86	5	-2.0	-	-	-	0.3	0.3	0.3	0.3
平均						4.6	6.7	5.4	4.7	0.6	0.6	0.5	0.5
	0968.HK	信义光能	HKD	3.50	312	7.4	8.2	5.6	4.7	1.0	0.9	0.8	0.7

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	32,749	38,833	44,516
经营成本	(14,386)	(19,539)	(26,042)	(29,751)	(33,836)
销售费用	(91)	(106)	(884)	(1,052)	(1,206)
行政费用	(979)	(1,204)	(762)	(905)	(1,037)
财务开支	(168)	(349)	(120)	(129)	(128)
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	4,930	6,950	8,229
所得税	(835)	(871)	(493)	(697)	(822)
少数股东应占利润	526	513	631	662	696
归属股东净利润	3,820	4,187	3,806	5,590	6,711
折旧及摊销	1,490	1,735	1,767	1,803	1,839
EBITDA	3,919	4,264	4,138	6,299	7,695
增长					
总收入 (%)	28%	30%	23%	19%	15%
EBITDA (%)	-34%	9%	-3%	52%	22%

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	1,878	2,004	2,449
应收账款	7,216	8,083	8,943	10,935	13,384
存货	2029	2098	2098	2098	2098
其他流动资产	4,537	6,819	6,786	6,754	9,407
流动资产	19,108	19,822	19,705	21,791	27,338
固定资产	27,438	36,560	36,560	36,560	36,560
其他固定资产	4,027	4,049	4,102	4,156	4,211
非流动资产	31,465	40,609	40,662	40,716	40,771
总资产	50,573	60,431	60,367	62,507	68,108
流动负债	10,610	17,223	19,287	18,252	17,134
应付帐款	5,422	8,307	10,370	9,333	8,213
短期银行贷款	4,358	6,883	6,883	6,883	6,883
其他短期负债	831	2033	2034	2036	2038
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	23,715	22,679	21,561
少数股东权益	5,483	5,884	3,551	4,709	7,232
股东权益	29,748	31,975	33,101	35,119	39,315
每股账面值(港元)	3.96	4.26	4.12	4.47	5.23
营运资金	8,498	2,599	417	3,539	10,204

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	19%	16%	13%	16%	17%
净利率 (%)	19%	16%	12%	14%	15%
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%	11%	16%	17%
ROA (%)	8%	8%	6%	9%	10%
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	0.54	0.62	0.65
总资产/股本	1.70	1.89	1.82	1.78	1.73
收入对利息倍数	(122.6)	(76.2)	(273.7)	(300.8)	(348.2)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	3,919	4,264	4,138	6,299	7,695
融资成本	198	384	148	148	148
营运资金变化	(4,611)	(5,899)	(2,182)	3,122	6,665
所得税	(742)	(929)	(493)	(697)	(822)
营运现金流	5,892	5,790	7,379	5,007	4,685
资本开支	(6,646)	(9,877)	(8,917)	(8,052)	(7,119)
其他投资活动	192	(524)	25	30	31
投资活动现金流	(6,454)	(10,400)	(8,892)	(8,022)	(7,088)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	(889)	(890)	(890)
股息	(2,281)	(1,930)	(2,162)	(2,041)	(2,876)
其他融资活动	1,206	4,123	3,706	6,159	6,700
融资活动现金流	(1,075)	2,193	655	3,228	2,934
现金变化	(1,637)	(2,417)	(858)	213	531
期初持有现金	7,458	5,326	2,822	1,878	2,004
汇率变动	(495)	(86)	(86)	(86)	(86)
期末持有现金	5,326	2,822	1,878	2,004	2,449

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>