



中信证券研究部



华鹏伟
首席电新分析师
S1010521010007



林劼
电新分析师
S1010519040001

核心观点

公司 2020 年净利润增长近 9 成，盈利水平创新高，主要得益于光伏玻璃供不应求，量价齐升；中长期看，公司龙头地位有望持续巩固，竞争优势或将不断强化。上调公司 2021-2023 年 EPS 预测至 0.80/0.80/0.92 港元，对应 PE 为 21/21/19 倍，给予目标价 20.00 港元，下调评级至“增持”。

■ **业绩略超预期，净利增长近 9 成。**公司 2020 年实现营收 123.2 亿港元（同比+35.4%），毛利率 53.5%（同比+10.5pcts），归母净利润 45.6 亿港元（同比+88.7%）；其中 H2 实现营收 76.9 亿港元（同比+50.9%，环比+66.4%），毛利率 57.1%（同比+11.2pcts，环比+9.8pcts），归母净利润 31.5 亿元（同比+115.5%，环比+124.3%），业绩处于预告区间中上水平，略超预期。

■ **光伏玻璃量价齐升，盈利水平创新高。**公司 2020 年光伏玻璃业务收入增长 47.7%至 99.9 亿港元，毛利率提至 49.0%（同比+16.9pcts，其中 H2 毛利率达 54.5%），均创历史高位，主要得益于：1) 北海 2×1000 吨/天新产能于 20H2 投产，全年有效产能同比提升 24.8%至 311.5 万吨，并带动销量增长 19.6%；2) 20H2 光伏玻璃供不应求拉动主流产品全年 ASP 同比上涨约 12%；3) 纯碱、天然气等采购成本下降；4) 双面薄玻璃出货结构优化带来单位盈利增益；5) 产线效率和良率提升。

■ **2021 光玻盈利仍处高点，中长期看综合竞争优势凸显。**公司加快光伏玻璃扩产进度，计划 2021 和 2022 年于芜湖和张家港分别建成两个 4000 吨/天产能项目，且另有 1.2 万吨/天产能已启动建设（投产时间待定）。短期看，2021 年光伏玻璃行业扩产提速，但在终端装机需求强支撑下，预计产品价格将呈高位稳降，全年看各产品综合 ASP 或仍高于 30 元/平米，公司仍处盈利高增长阶段；中长期看，尽管行业竞争和价格波动存在不确定性，但公司凭借技术、资金、成本和规模等综合优势，有望不断巩固行业龙头地位，强化持续竞争实力。

■ **光伏电站规模增长加速，项目并网进度延后致发电收入总体持稳。**2020 年公司加快电站规模扩张进度，大型地面电站新增并网规模 830MW，总并网规模增至 3470MW，规模增长略超预期，预计 2021 年新增并网规模将达 600MW 左右。公司 2020 年光伏发电场业务收入 23.2 亿港元（同比-0.2%），毛利率 72.5%（同比-2.1pcts）；主要由于受疫情影响新增装机大部分于年末并网，叠加长江沿岸地区暴雨影响致利用小时数下降，整体业务规模同比基本持平。未来公司将继续通过向子公司信义能源出售已建成及并网项目的模式，加快现金流周转，并为光伏电站项目开发提供资金支持。

■ **风险因素：**光伏装机不及预期；行业竞争加剧，燃料及原材料成本上涨等。

■ **投资建议：**基于公司 2020 年业绩，上调 2021/2022 年净利润预测至 70.1/70.1 亿港元（原预测为 63.3/69.4 亿港元），新增 2023 年预测值为 81.1 亿港元，对应 EPS 预测为 0.80/0.80/0.92 港元，现价对应 PE 为 21/21/19 倍，给予公司 2021 年 25 倍 PE，对应目标价 20.00 港元；考虑其当前股价基本兑现增长预期，下调评级至“增持”。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,156.26	12,355.09	19,643.76	22,690.42	27,619.42
营业收入增长率	18.40%	34.94%	58.99%	15.51%	21.72%
净利润(百万元)	2,416.46	4,560.85	7,010.64	7,012.85	8,114.52
净利润增长率	29.70%	88.74%	53.71%	0.03%	15.71%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.30	0.55	0.80	0.80	0.92
毛利率%	43.38%	53.60%	54.17%	45.89%	43.64%
净资产收益率 ROE%	17.05%	17.20%	21.53%	19.19%	19.31%
每股净资产	1.61	3.01	3.70	4.15	4.77
PE	57	31	21	21	19
PB	10.6	5.7	4.6	4.1	3.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 3 月 1 日收盘价

信义光能	00968
评级	增持（下调）
当前价	17.06 港元
目标价	20.00 港元
总股本	8,809 百万股
港股流通股本	8,809 百万股
52 周最高/最低价	22.1/3.88 港元
近 1 月绝对涨幅	-2.51%
近 6 月绝对涨幅	70.60%
近 12 月绝对涨幅	183.52%

利润表						资产负债表					
(百万港元)						(百万港元)					
指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E	指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,156	12,355	19,644	22,690	27,619	货币资金	2,221	9,291	2,940	3,396	4,135
营业成本	(5,185)	(5,732)	(9,002)	(12,278)	(15,566)	存货	410	728	970	1,337	1,695
毛利率	43.38%	53.60%	54.17%	45.89%	43.64%	应收账款	6,790	9,799	15,590	18,014	21,935
销售费用	(282)	(317)	(686)	(679)	(800)	其他流动资产	46	60	61	62	63
营业费用率	3.07%	2.56%	3.49%	2.99%	2.89%	流动资产	9,467	19,878	19,560	22,808	27,828
管理费用	(427)	(548)	(980)	(974)	(1,103)	固定资产	16,509	20,406	23,797	25,935	26,882
管理费用率	4.67%	4.44%	4.99%	4.29%	3.99%	长期股权投资	404	435	435	435	435
财务费用	(254)	(130)	(133)	(112)	(114)	无形资产	202	0	2	5	7
财务费用率	2.78%	1.06%	0.68%	0.49%	0.41%	其他长期资产	1,815	2,704	3,265	4,010	4,571
投资收益	33	36	35	35	35	非流动资产	18,930	23,545	27,499	30,384	31,895
营业利润	3,026	5,639	8,850	8,675	10,050	资产总计	28,397	43,423	47,060	53,193	59,724
营业利润率	33.05%	45.64%	45.05%	38.23%	36.39%	短期借款	2,804	3,410	0	893	252
营业外收入	70	151	100	100	100	应付账款	674	1,049	1,624	2,020	2,739
营业外支出	(4)	(32)	(20)	(20)	(20)	其他流动负债	1,813	3,266	2,917	3,010	3,064
利润总额	3,093	5,758	8,930	8,755	10,130	流动负债	5,290	7,725	4,541	5,922	6,056
所得税	(294)	(735)	(1,140)	(963)	(1,114)	长期借款	3,880	2,703	2,703	2,703	2,703
所得税率	9.51%	12.77%	12.77%	11.00%	11.00%	其他长期负债	654	971	971	971	971
少数股东损益	382	462	779	779	902	非流动性负债	4,534	3,674	3,674	3,674	3,674
归属于母公司股东的净利润	2,416	4,561	7,011	7,013	8,115	负债合计	9,824	11,399	8,214	9,596	9,729
净利率	26.39%	36.91%	35.69%	30.91%	29.38%	归属于母公司所有者权益合计	14,177	26,522	32,563	36,536	42,032
						少数股东权益	4,396	5,503	6,282	7,061	7,962
						股东权益合计	18,573	32,025	38,845	43,597	49,995
						负债股东权益总计	28,397	43,423	47,060	53,193	59,724

现金流量表					
(百万港元)					
指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,093	5,758	8,930	8,755	10,130
所得税支出	-294	-735	-1,140	-963	-1,114
折旧和摊销	835	904	1,609	1,862	2,052
营运资金的变化	-1,662	-2,634	-5,827	-2,300	-3,516
其他经营现金流	-389	991	34	-36	-45
经营现金流合计	1,583	4,285	3,605	7,319	7,508
资本支出	-2,351	0	-5,002	-4,002	-3,002
投资收益	33	36	35	35	35
其他投资现金流	56	-3,230	-477	-635	-428
投资现金流合计	-2,262	-3,195	-5,444	-4,602	-3,396
发行股票	1,331	7,415	0	0	0
负债变化	-2,134	-588	-3,410	893	-640
股息支出	-1,145	-969	-969	-3,040	-2,618
其他融资现金流	4,075	30	-133	-112	-114
融资现金流合计	2,127	5,887	-4,512	-2,260	-3,373
现金及现金等价物净增加额	1,447	6,977	-6,351	456	739

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	18.40%	34.94%	58.99%	15.51%	21.72%
营业利润增长率	42.25%	86.33%	56.94%	-1.97%	15.85%
净利润增长率	29.70%	88.74%	53.71%	0.03%	15.71%
毛利率	43.38%	53.60%	54.17%	45.89%	43.64%
EBITDA Margin	29.53%	37.23%	37.40%	34.38%	32.36%
净利率	26.39%	36.91%	35.69%	30.91%	29.38%
净资产收益率	17.05%	17.20%	21.53%	19.19%	19.31%
总资产收益率	8.51%	10.50%	14.90%	13.18%	13.59%
资产负债率	34.59%	26.25%	17.46%	18.04%	16.29%
所得税率	9.51%	12.77%	12.77%	11.00%	11.00%
股利支付率	47.39%	21.25%	43.37%	37.34%	33.98%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI(P)024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。