

信义光能 (968 HK)

马六甲工厂考察纪要

- ❖ **现代化生产线。**我们近期参与了信义光能首条海外光伏玻璃生产线的反向路演。该项目位于马来西亚马六甲。马六甲一期项目产能为日熔量 900 吨/天，设计布局为一窑四线，已于 2016 年 11 月点火投运。在工厂考察过程中，我们仅见到有限的工人参与产线的运作，马六甲工厂高度自动化的生产线给我们留下深刻的印象。根据管理层透露，除产线运维核心骨干是派遣自芜湖工厂以外，马来西亚工厂的大部分工人均为本地化及输入外劳。除员工构成以外，我们现场还观察到工厂具有较低的库存量。根据管理层信息，1) 马六甲工厂约 60% 的光伏玻璃销售于马来西亚市场，其余的产出销往周边的东南亚国家市场；2) 马六甲工厂的库存销量比约为 1 周。信义光能计划在 2018 年 4 季度以及 2019 年中再释放两条日熔量各位 1,000 吨/天产能，以满足日益增加的东南亚市场需求。
- ❖ **马六甲产能净利率较国内产能高 5-10%。**我们相信成本低廉是信义光能马来西亚工厂的核心优势。与国内工厂成本比较，马来西亚工厂拥有 1) 约 10% 左右的天然气成本优势 (2017 年天然气成本优势约 30%，但马六甲工厂自 18 年起天然气价上涨 18%)；2) 低廉的劳动力成本；以及 3) 自备洗沙场所带来的 20-30% 的低铁硅砂成本优势。根据我们测算，我们认为 2017 及 2018 年，马六甲光伏玻璃产品的毛利水平较国内产出分别高 10 个以及 6 个百分点以上。在原材料和能源供给方面，我们相信马六甲工厂的能源和纯碱供给将更加稳健。整体来看，管理层预期上述优势可使马六甲工厂获得较或内产能高 5-10% 的净利润水平。
- ❖ **主动降低产品售价以应对政策风险。**公司将月度的光伏玻璃出厂定价自 4 月份人民币 28 元/平方米下调自 5 月份的人民币 27 元/平方米。管理层解释定价下调主要依据分布式光伏政策不确定所致 (能源局将可能要求提高分布式项目的自发自用比率，同时对非自用部分施加指标控制)，此外，公司在销售策略方面也维持低库存快周转策略。鉴于目前弱于预期的光伏下游装机需求，以及光伏产业链较低的需求能见度，我们将 2018 年全年的光伏玻璃销售均价预测自人民币 31 元/平方米下调至人民币 28.9 元/平方米。
- ❖ **目标价自 4.37 港元下调至 4.21 港元。**基于较低的光伏玻璃销售均价，我们将公司 2018/19/20 年的盈利预测分别自 30.4/36.7/40.3 亿港元下调 13.4%/5.4%/3.5%，至 26.3/34.7/38.9 亿港元。我们的 DCF 目标价也随之下调至每股 4.21 港元，对应 2018 年预测市盈率 11.9 倍。尽管目前光伏下游需求面临一定波动，我们依然对信义光能战略性产能布局及优异的成本控制将获得长期市场优势保持乐观。**维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额 (百万港元)	6,007	9,527	9,177	11,736	13,200
净利润 (百万港元)	1,986	2,332	2,628	3,473	3,885
每股收益 (港元)	0.29	0.33	0.35	0.47	0.52
每股收益变动 (%)	59	11	9	32	12
市盈率 (x)	12.2	11.0	10.2	7.7	6.9
市帐率 (x)	3.9	3.0	2.3	2.0	1.7
股息率 (%)	3.9	4.2	4.7	6.2	7.0
股本回报率 (%)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
净负债/股东权益比率 (%)	93.7	75.7	72.6	61.0	50.8

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$4.21
(此目前目标价)	HK\$4.37)
潜在升幅	+16.9%
当前股价	HK\$3.60

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值 (百万港元)	26,734
3 月平均流通量 (百万港元)	72.29
52 周最高/低 (港元)	3.79/ 2.12
总股本 (百万)	6,748.8

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1 月	11.8%	11.3%
3 月	-0.6%	7.0%
6 月	33.3%	25.4%

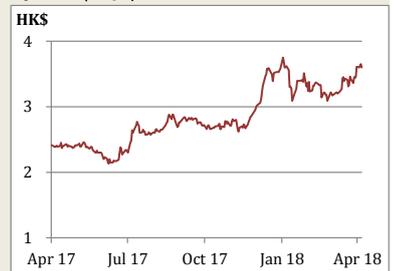
来源：彭博

股东结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流通股	34.9%

来源：港交所

过去一年股价



来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.xinyisolar.com

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	6,007	9,527	9,177	11,736	13,200
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	6,410	8,592	9,669
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,882	2,171	2,461
EPC業務	681	2,307	885	973	1,071
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(5,311)	(6,688)	(7,563)
毛利	2,750	3,405	3,866	5,048	5,637
其它收入	176	181	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	8	0	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(164)	(239)	(242)	(304)	(339)
行政開支	(321)	(433)	(493)	(607)	(652)
息稅前收益	2,448	2,914	3,281	4,286	4,797
融資成本淨額	9	14	10	17	26
合資及聯營企業	(104)	(179)	(200)	(251)	(284)
稅前利潤	2,390	2,789	3,131	4,093	4,579
所得稅	(241)	(265)	(313)	(430)	(504)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	2,628	3,473	3,885

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,182	15,301	17,756	19,519	21,111
物業、廠房及設備	11,079	14,240	16,359	17,960	19,359
預付租金	327	344	343	355	367
合資企業投資	392	453	774	964	1,154
其它非流動資產	385	264	280	240	231
流動資產	4,604	7,467	8,858	11,392	13,492
現金及現金等價物	843	1,381	1,742	3,052	4,288
應收賬款	2,020	4,167	4,904	5,769	6,351
存貨	288	374	449	601	677
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,763	1,969	2,176
流動負債	4,591	6,241	6,050	7,315	8,059
應付帳款	2,539	2,941	2,918	3,826	4,296
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	3,054	3,411	3,685
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	7,197	8,030	8,670
借貸	4,714	4,787	7,126	7,959	8,599
其它應付	54	59	54	54	54
遞延稅項	-	-	17	17	17
淨資產淨額	7,428	11,680	13,367	15,566	17,875
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	11,618	13,626	15,745

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	3,281	4,286	4,797
折舊和攤銷	408	549	669	788	896
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(1,123)	(276)	(385)
稅務開支	(268)	(242)	(324)	(430)	(504)
其它	(636)	68	(340)	(384)	(408)
經營活動所得現金淨額	681	1,524	2,163	3,985	4,395
資本開支	(4,529)	(3,728)	(2,787)	(2,400)	(2,308)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(3,790)	(3,107)	(2,590)	(2,498)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	2,247	1,190	914
股息	(844)	(999)	(1,131)	(1,464)	(1,766)
其它	671	192	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	3,032	1,306	(84)	(662)
現金增加淨額	(1,984)	766	361	1,310	1,236
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	1,742	3,052
匯兌	(42)	(229)	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	1,742	3,052	4,288
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	1,742	3,052	4,288

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	71.2	60.3	69.8	73.2	73.2
太陽能發電業務	17.5	15.5	20.5	18.5	18.6
EPC業務	11.3	24.2	9.6	8.3	8.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	45.8	35.7	42.1	43.0	42.7
稅前利率	39.8	29.3	34.1	34.9	34.7
淨利潤率	33.1	24.5	28.6	29.6	29.4
有效稅率	10.1	9.5	10.0	10.5	11.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.0	1.2	1.5	1.6	1.7
速動比率 (x)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
平均應收周轉天數	87.3	133.8	167.0	166.0	167.6
平均存貨周轉天數	27.3	24.0	29.2	28.7	30.8
平均應付周轉天數	263.1	227.2	231.2	184.0	196.0
債務/股本比率 (%)	89.7	78.7	76.2	73.0	68.7
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	72.6	61.0	50.8

回報率 (%)

股本回報率	32	23	23	26	25
資產回報率	12	10	10	11	11

每股數據

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.35	0.47	0.52
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.17	0.22	0.25
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.56	1.84	2.12

來源：公司、招銀國際預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。