

**信義光能 (968 HK, HK\$3.22, 未評級) - 上半年業績出色**

- ❖ **上半年業績表現非常出色。**信義光能發佈了上半年業績，收入自去年同期20.54億港元上升55%至31.75億港元，淨利潤較去年同期6.01億港元大幅躍升85.6%至11.16億港元，接近公司盈利預喜上限。公司上半年靚麗表現得益於1) 光伏玻璃銷售量增加50%；以及2) 來自光伏發電收益持續擴張。公司宣佈派發中期股息8港仙，對應中期業績派息率為48.4%。
- ❖ **光伏玻璃業務毛利上升至46.4%。**光伏玻璃業務部門得益於顯著降低的天然氣成本，以及隨規模效應提升的成本效益。與此同時，16年上半年的光伏玻璃平均售價則錄得較去年同期略有上升水準。受上網電價下調帶來光伏搶裝結束影響，管理層預期3季度光伏玻璃需求將有所減弱。對於未來的價格走勢，管理層維持相對穩定展望，基於全球光伏需求仍將增加以及國內需求將會在4季度有所恢復。因此公司仍然維持新建產能的投產時間表，管理層同時指出，馬來西亞的新建產能將貢獻較目前更高的光伏玻璃毛利。
- ❖ **光伏發電營收貢獻上升至15%。**截至16年上半年，公司的合併光伏裝機容量達974兆瓦。信義光能維持到16年底累計併網目標為1.7吉瓦。管理層表示公司將秉持過往的投資理念，堅持在經濟發達並且不受限電影響地區進行光伏電站專案佈局。信義光能主要的光伏項目儲備位於安徽和天津，公司及集團在這些地區擁有玻璃生產廠房。公司於近期在安徽省通過專案競標獲取了300兆瓦的項目許可，中標電價為人民幣0.945/千瓦時，較該地區的光伏標杆上網電價低3.6%。管理層預期以招標和競價方式獲取專案將成為常態，但投資收益和回報仍然可以保持甚至有所提升，因公司觀察到光伏項目的投資成本仍在快速下降。
- ❖ **負債率增加，但股息收益仍然吸引。**公司淨財務槓桿率由15年末19.9%快速上升至16年中期51.8%。下半年我們預期負債率將隨新增700兆瓦裝機併網進一步上升。由於公司負債率較可再生能源同業處較低水準，同時公司手持現金超過17億港元，我們認為公司有充裕的融資能力滿足未來用於項目投資的資金需求。基於對信義光能高派息率預期，以及目前的股價水準，我們預期股息回報率接近4.6%，具備相當的投資吸引力。

**財務資料**

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬元人民幣)	1,533	1,968	2,410	4,750
淨利潤 (百萬元人民幣)	120	304	493	1,206
總分派總額 (百萬元人民幣)	0.03	7	8	19
每股收益 (人民幣)	N/A	114	15	120
每股收益變動 (%)	N/A	43	38	16
市盈率(x)	N/A	7	6	3
市帳率(x)	N/A	0.6	1.3	2.9
股息率 (%)	N/A	18	17.6	26.6
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	33.3	19.9

來源: 公司及招銀國際研究部

**信義光能 (968 HK)**

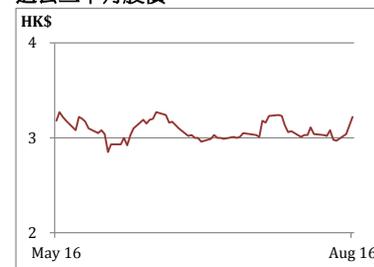
評級	未評級
收市價	HK\$3.22
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	21,731
過去3月平均交易 (港幣百萬)	64.78
52周高/低 (港幣)	3.487/2.078
發行股數 (百萬)	6,749
主要股東	信義玻璃(28.9%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	-0.3%	-6.3%
3月	-7.0%	-13.8%
6月	17.4%	3.1%

來源: 彭博

**過去三個月股價**


來源: 彭博

## 中期業績發佈會問答紀要：

### Q1. 公司對於 16 下半年及 2017 年光伏玻璃售價如何展望？

今年上半年的光伏玻璃的價格對應 15 年上半年是相對持平的，只是對比去年下半年有增長。今年在光伏玻璃的毛利和淨利的上升主要是成本效益所帶動。價格方面對於整個市場的供需還是相對平衡的，包括整個光伏行業的廠家，目前的庫存相信還是處於歷史低位。也確實存在中國市場需求在搶裝潮之後，在 7-8 月進入淡季。但公司看到國外市場在下半年進入旺季，包括中國在 8 月底 9 月初由於相關的指標下發執行，需求也會上來。展望下半年和明年公司認為相對穩定和有資訊的狀態。

### Q2. 公司的光伏電站專案儲備情況

公司的併網專案到發佈會當日為止是 1.07 吉瓦，公司目前有多個不同的管道獲得專案指標，包括 1) 安徽省近期公佈的 600 兆瓦光伏專案招標，公司中標了 300 兆瓦，2) 公司在河南以及湖北獲得了 190 兆瓦指標，這些指標屬於 15 年上半年的指標；3) 天津也是很重要的區域，在這個區域沒有指標限制。同時公司也配合安徽省的安排第一個完成了採煤塌陷區項目的測試，對於獲得未來項目還是有信心的。

### Q3. 馬來西亞工廠投產後對於毛利的影響，是更高還是更低？

按目前的成本和市場售價，馬來西亞的毛利肯定要比目前更好。

### Q4. 公司的電站是否有碰到限電的問題，怎麼處理？

公司上半年的發電是沒有限電的問題，因為公司從一開始在太陽能電站的選擇在經濟發達地區，沒有限電問題。未來公司的電站開發還是秉持這個理念，還是在經濟發達的地區進行開發，電力需求比較大，限電影響比較小。

### Q5. 公司新的電站專案投資回報情況

2016 年標杆上網電價是有下調的，但公司也看到整個投資成本在下降。公司認為整個投資回報應該是改善而不是下降。

### Q6. 未來光伏專案的開發是否傾向於招標？對於上網電價有什麼影響？公司是否會將專案拓展的版圖延伸至除了安徽、天津、河南湖北以外地區？

安徽 1GW 普通電站指標，1GW 兩淮塌陷區領跑者技術基地，國家能源局明確指出希望各省指標通過招標的形式，以相對有競價模式進行，安徽省在 18.1GW 裡面佔 2GW，1GW 中 600MW 拿出來招標，以有限競價規模，公司取得 600MW 中的 300MW，所有企業上報競價申報超過了 2GW，而我們取得了 600MW 中的 300MW。

展望未來招標和競價，未來是個常態，有招標和競價，上網電價會有下調的趨勢。這也是個必然的趨勢，未來如果有一天不需要補貼，將會對行業來說有更好的發展，尤其是對光伏玻璃。

對於招標所獲取的這 300MW 項目回報，我們相信會比之前的項目還理想，結合綜合投資成本下降所帶動。另外在一些區域，尤其在天津我們有優勢，天津沒有指標限制不需要競價。

**Q7：光伏發電應收款的回收情況**

回款的問題大家都非常關注，大家也非常關注國家第六批補貼的進展。目前第六批處於公示階段，從行業的期望今年有希望可以兌現。

**Q8:天津專案的 IRR 有多少？**

天津專案的 IRR 還是理想的，如果以目前的角度去看，希望未來一年的專案投資回報會好於目前持有已併網專案的投資回報。

**Q9: 下半年 700 兆瓦的並網預期需要 20 億港元投資，公司將如何融資？**

下半年的資本開支大概是 20 億港幣，對於資金來說公司現金流還是非常強勁，目前公司的負債率也是出於比較低水準，基於這兩方面公司相信如果沒有其他來源，也是能夠滿足需要的。對於信義能源也在適時尋找投資者來進行 PRE-IPO 的投資，包括電站方面，公司也可以通過出售電站來獲取資金。所以公司在資本來源的方面是多樣性的，任何的一種模式都會去積極的去考慮。

**Q10: 光伏雙玻背板玻璃的厚度是多少？**

目前市場主流是 2.5mm，是浮法玻璃，目前與信義玻璃主要的關聯交易也是在這一部分。隨著雙玻元件的市場發展，這部分業務量也可能會持續增加。如果是雙面發電的元件，則背板部分用的不是浮法玻璃，而是傳統的太陽能玻璃。目前市場主流也是 2.5mm，兩片 2.5mm 的太陽能玻璃。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。