

信義光能 (968 HK)

下半年面臨短期陣痛

- 上半年業績同比下跌 3.3%**。信義光能上半年錄得收入同比下跌 21.3% 至 41.8 億港元。由於管理層年初已下調了非核心 EPC 業務的營收指引，我們相信市場已對營收下滑有所預期。除 EPC 業務收入同比下跌 94.1% 至 1.25 億港元以外，公司的光伏玻璃及光伏電站業務分別錄得同比增長 27.0% 以及 28.8% 至 31.1 億港元以及 9.5 億港元。2018 年上半年，公司的光伏玻璃業務板塊毛利實現同比上漲 4.8 個百分點至 33.4%，因受到中國政府光伏行政帶來 6 月份玻璃產品價格下跌影響，上半年光伏玻璃毛利略低於我們此前預期。在費用方面，除財務成本利率高於我們預期以外，我們認為公司的主要費用均實現了良好的控制。公司上半年錄得淨利潤 12.14 億港元，我們認為業績符合我們及市場預期。管理層維持較為慷慨的派息政策，宣佈派發中期股息每股 8 港仙，派息率為 48.9%。股東將獲選擇權以現金，或全部或部分新股收取股息。
- 下半年展望：短期面臨陣痛**。由於光伏玻璃自 2018 年 5 月起從每平方米人民幣 27 元已下跌了超過 20% 至 7 月底的人民幣 21 元，我們預料下半年公司的光伏玻璃業務板塊將面臨巨大壓力。以 7 月底售價，我們測算公司的光伏玻璃毛利率僅為 10.5%，而大部分競爭對手將進入虧損。我們預期疲弱的市場定價將維持數月，但我們同時也觀察到 1) 公司目前銷售仍然比較順暢，庫存周轉週期控制在 33 天，處於正常範圍；2) 管理層通過延長冷修時間和增加冷修產能將全年的產量指引下調約 7.7%；3) 公司選擇將資本開支和新建產能投放節奏放慢。我們預期公司目前市場領先的成本結構、健康的資產負債表以及較為溫和的擴產計畫將有助於公司順利渡過短期陣痛。
- 長期發展獲益**。在市場呈現明顯萎縮的態勢下，新技術應用明顯加快使雙玻和雙面組件的滲透率明顯提升。管理層表示，光伏專案平價上網壓力迫使下游電站運營商在專案開發是採用具有更高光電轉換效率的新技術。公司預期下半年厚度為 2.5 毫米的雙玻產品出貨量面積占比將增加至 20% (2017 財年出貨量面積占比：約 5%)。我們預期在市場較為低迷狀態下，信義光能有望持續擴大市場佔有率，同時光伏玻璃的需求在新技術應用態勢下將仍然保持較高的增長潛力。
- 等待轉捩點到來**。鑒於光伏行業目前仍然面臨的較高的政策和市場需求的不確定性，我們對於光伏行業的態度維持謹慎。我們對 2018 年光伏玻璃銷售均價預測下調 7.7% 至人民幣 25 元/平方米，同時我們將管理層對於產能產量的指引更新置入模型預測。基於上述調整，我們將 2018-20E 盈利預測自 22.9/22.9/29.8 億港元分別下調 23.0/20.0/4.9% 至 17.6/20.6/28.4 億港元。目標價自每股 3.00 港元下調至 2.63 港元。我們建議維持觀望狀態以待業務長期業務回暖轉捩點獲得確認。**維持「持有」評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	6,007	9,527	7,722	9,476	11,395
淨利潤 (百萬港元)	1,986	2,332	1,759	2,060	2,836
每股收益 (港元)	0.29	0.33	0.24	0.28	0.38
每股收益變動 (%)	59	11	(27)	17	38
市盈率 (x)	8.2	7.4	10.2	8.7	6.3
市帳率 (x)	2.6	2.0	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	5.8	6.2	4.7	5.5	7.6
股本回報率 (%)	31.9	26.7	16.1	17.0	20.6
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	70.8	76.9	71.7	59.8

資料來源：公司資料, 招銀國際預測

持有 (維持)

目標價	HK\$2.63
(此前目標價)	HK\$3.00
潛在升幅	+9.1%
當前股價	HK\$2.41

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值 (百萬港元)	17,900
3 月平均流通量 (百萬港元)	94.52
52 周最高/低 (港元)	3.69 / 2.16
總股本 (百萬)	7,427.3

Source: Bloomberg

股東結構

信義玻璃	28.9%
李賢義	11.4%
流動股	34.9%

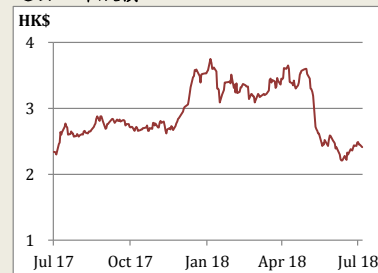
來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.0%	0.8%
3 月	-33.1%	-28.2%
6 月	-35.7%	-26.3%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：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	7,722	9,476	11,395
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	5,342	6,831	8,480
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,880	2,095	2,310
EPC業務	681	2,307	500	550	605
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(4,864)	(6,101)	(7,013)
毛利	2,750	3,405	2,858	3,375	4,382
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)	(234)	(292)	(331)
行政開支	(321)	(433)	(431)	(509)	(576)
息稅前收益	2,448	2,914	2,343	2,724	3,625
融資成本淨額	9	14	8	9	16
合資及聯營企業	(104)	(179)	(225)	(259)	(281)
稅前利潤	2,390	2,789	2,166	2,514	3,399
所得稅	(241)	(265)	(217)	(264)	(374)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	1,759	2,060	2,836

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	17,169	18,490	19,676
物業、廠房及設備	11,079	14,240	15,878	17,026	18,015
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	174	146	140
流動資產	4,604	7,467	7,408	8,992	11,073
現金及現金等價物	843	1,381	957	1,664	2,849
應收賬款	2,020	4,167	4,463	5,096	5,738
存貨	288	374	347	444	551
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,642	1,788	1,935
流動負債	4,591	6,241	5,230	6,132	7,035
應付帳款	2,539	2,941	2,337	2,952	3,634
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	2,816	3,102	3,323
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	6,641	7,309	7,824
借貸	4,714	4,787	6,570	7,238	7,753
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	12,707	14,040	15,891
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	10,957	12,101	13,761

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	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	2,343	2,724	3,625
折舊和攤銷	408	551	655	772	859
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(934)	(232)	(209)
稅務開支	(268)	(242)	(228)	(264)	(374)
其它	(636)	(160)	(368)	(400)	(415)
經營活動所得現金淨額	681	1,298	1,469	2,600	3,486
資本開支	(4,529)	(3,729)	(2,293)	(1,931)	(1,861)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	1,302	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(2,490)	(2,613)	(2,121)	(2,051)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	1,453	955	736
股息	(844)	(999)	(923)	(917)	(1,175)
其它	671	(1,137)	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	1,703	720	228	(249)
現金增加淨額	(1,984)	511	(424)	707	1,185
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	957	1,664
匯兌	(42)	26	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	957	1,664	2,849
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	957	1,664	2,849

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	69.2	72.1	74.4
太陽能發電業務	17.5	15.5	24.4	22.1	20.3
EPC業務	11.3	24.2	6.5	5.8	5.3
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	37.0	35.6	38.5
稅前利率	39.8	29.3	28.0	26.5	29.8
淨利潤率	33.1	24.5	22.8	21.7	24.9
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	1.4	1.5	1.6
速動比率 (x)	0.9	1.1	1.4	1.4	1.5
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
平均應收周轉天數	87.3	133.8	188.0	184.1	173.5
平均存貨周轉天數	27.3	22.3	27.0	23.7	25.9
平均應付周轉天數	263.1	227.2	230.7	158.2	171.4
債務/股本比率 (%)	89.7	74.5	73.9	73.6	69.7
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	70.8	76.9	71.7	59.8

回報率 (%)

股本回報率	32	23	16	17	21
資產回報率	12	10	7	8	9

每股數據

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.24	0.28	0.38
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.11	0.13	0.18
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.48	1.63	1.85

來源：公司、招銀國際預測

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并無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，并可能會受目標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，并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责任。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并不時自行及/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。