

**信義光能 (968 HK, HK\$2.69, 目標價 HK\$3.91, 買入) - 領導擴張浪潮**

- ❖ **領導產能擴張浪潮。**信義光能是世界最大的光伏玻璃生產商，公司目前控制 19.8% 全球光伏玻璃日熔量。2014 年，信義光能領先投資大型光伏熔爐，並成功抓住了 15 年下半年及 16 年上半年的中國光伏搶裝潮機遇。自 2015 年起，公司啟動了下一輪產能擴張計畫。我們預計到 2017 年 1 季度末，信義光能的光伏玻璃日熔量將提升 74% 至每天 6,800 噸，分別佔全球及中國光伏玻璃日熔產能的 33% 及 34%。
- ❖ **大型化生產設備有助於公司維持高毛利。**我們認為公司啟動的下一輪產能擴張將使信義光能維持在光伏玻璃毛利方面的領先優勢，因為 1) 大型化熔爐所製備的低成本產出佔比將繼續提升；2) 馬來西亞的生產設施將對人工及能源方面的成本縮減將釋放進一步貢獻。基於市場供應及需求趨於平衡，光伏玻璃價格展望維持平穩，以及更低的能源成本預期，我們預測光伏玻璃板塊的毛利率將在 2016 年提升 4.5 個百分點至 39.4%，並於 2017-18 年維持於 39% 水準。
- ❖ **光伏發電業務：新的增長引擎。**信義光能的光伏電站業務聚焦於玻璃產線已有佈局的安徽和天津地區，我們認為公司對這些地區更加熟悉並有利於更好的調配當地已有資源。在較短的業務發展期內，公司實現了低成本的電站開發，並獲取了低成本的債務融資。與此同時，公司也創立了信義能源作為光伏電站建成後的持有及運營實體。我們預測信義光能在 2015-18 年間，在光伏電站裝機可獲年均複合增長高達 48.7%。我們預期高裝機增速將使光伏發電業務成為強勁的增長引擎而驅動營收和利潤實現雙增長。
- ❖ **15-18 年預測淨利潤複合增長達 34.3%。**我們預期信義光能將在 2016 年取得不俗的業績，預測淨利潤 19.9 億港元，並且淨利潤率達 30.4%。對於 2017 及 2018 年，我們預測淨利潤將隨產能擴張分別增長至 26.6 億及 29.2 億港元，期間淨利潤率維持高位於 29.3% 及 29.6%，預測 15-18 年淨利潤年均複合增長率達 34.3%。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級。**我們對於信義光能採用三階段 DCF 模型進行估值，預測公司股權公允價值為 263.9 億港元，對應每股價值 3.91 港元。在目前的 2.70 港元的交易價格，我們的 2016 及 2017 年的預測股息率為 4.4% 及 5.9%。從 DCF 估值及股息率角度考慮，估值均具有吸引力。首次覆蓋信義光能，我們給予買入評級，我們的 DCF 目標價為 3.91 港元，對應現價存在 44.8% 的上漲空間。

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬港元)	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
淨利潤 (百萬港元)	493	1,206	1,994	2,660	2,923
每股收益 (人民幣)	8.4	18.5	29.5	39.4	43.3
每股收益變動 (%)	n/a	120	60	34	10
市盈率(x)	32.0	14.5	9.1	6.8	6.2
市帳率(x)	4.9	3.2	2.7	2.2	1.8
股息率 (%)	1.5	3.2	4.4	5.9	6.4
股本回報率 (%)	15.4	21.7	29.6	32.0	29.0
淨財務杠杆率(%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

來源：公司及招銀國際研究部

 蕭小川  
 (852) 3900 0849  
 robinxiao@cmbi.com.hk

**信義光能 (968 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$2.69
目標價	HK\$3.91
市值 (港幣百萬)	18,154
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	66.29
52 周高/低 (港幣)	3.40/2.03
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

**過去一年月股價**


來源：彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售收入</b>	<b>2,410</b>	<b>4,750</b>	<b>6,558</b>	<b>9,089</b>	<b>9,864</b>
光伏玻璃銷售	2,379	3,911	4,922	6,821	6,994
太陽能發電業務	31	313	1,137	1,768	2,370
EPC業務	-	526	500	500	500
<b>銷售成本</b>	<b>(1,649)</b>	<b>(3,040)</b>	<b>(3,538)</b>	<b>(4,914)</b>	<b>(5,223)</b>
<b>毛利</b>	<b>761</b>	<b>1,710</b>	<b>3,020</b>	<b>4,175</b>	<b>4,641</b>
其它收入	87	143	155	155	155
其它（虧損）/ 盈利淨額	(13)	62	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(98)	(187)	(201)	(278)	(290)
行政開支	(160)	(318)	(413)	(581)	(608)
<b>息稅前收益</b>	<b>577</b>	<b>1,411</b>	<b>2,556</b>	<b>3,466</b>	<b>3,893</b>
融資成本淨額	2	5	6	5	6
合資及聯營企業	(7)	(21)	(78)	(127)	(173)
額外其它	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>572</b>	<b>1,394</b>	<b>2,484</b>	<b>3,344</b>	<b>3,726</b>
所得稅	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
少數股東權益	-	-	(168)	(265)	(355)
<b>淨利潤</b>	<b>493</b>	<b>1,206</b>	<b>1,994</b>	<b>2,660</b>	<b>2,923</b>

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>4,162</b>	<b>7,842</b>	<b>12,778</b>	<b>16,977</b>	<b>20,884</b>
物業、廠房及設備	3,685	7,104	11,729	15,690	19,251
預付租金	180	180	211	221	236
合資企業投資	-	175	343	608	964
預付款	1	1	2	2	2
固定資產預付款	<b>295</b>	<b>380</b>	<b>494</b>	<b>457</b>	<b>432</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,602</b>	<b>4,893</b>	<b>5,303</b>	<b>6,840</b>	<b>8,368</b>
現金及現金等價物	543	2,869	1,459	1,669	2,276
應收賬款	733	1,586	3,267	4,451	5,340
存貨	299	199	271	375	385
關聯款項	-	158	157	157	157
其它流動資產	28	81	150	187	211
<b>流動負債</b>	<b>1,291</b>	<b>2,710</b>	<b>3,885</b>	<b>4,986</b>	<b>5,689</b>
應付帳款	<b>1,121</b>	<b>2,156</b>	<b>2,951</b>	<b>3,636</b>	<b>3,945</b>
關聯欠款	-	4	18	18	18
遞延稅項	28	75	-	-	-
借貸	143	474	916	1,332	1,726
其他流動負債	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>1,167</b>	<b>3,133</b>	<b>6,150</b>	<b>8,933</b>	<b>11,565</b>
借貸	1,157	3,116	6,132	8,916	11,548
遞延稅項	10	17	17	17	17
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>1,146</b>	<b>1,314</b>	<b>1,579</b>	<b>1,935</b>
<b>淨資產淨額</b>	<b>3,306</b>	<b>5,745</b>	<b>6,732</b>	<b>8,319</b>	<b>10,064</b>
<b>股東權益</b>	<b>3,306</b>	<b>5,745</b>	<b>6,732</b>	<b>8,319</b>	<b>10,064</b>

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息稅前收益</b>	<b>577</b>	<b>1,411</b>	<b>2,556</b>	<b>3,466</b>	<b>3,893</b>
折舊和攤銷	92	221	310	614	765
運營資金變動	117	(382)	(958)	(604)	(588)
稅務開支	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
其它	8	(211)	(225)	(305)	(410)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>715</b>	<b>851</b>	<b>1,360</b>	<b>2,753</b>	<b>3,213</b>
資本開支	(2,464)	(4,123)	(4,941)	(4,570)	(4,322)
聯營公司	-	(150)	-	-	-
其它	135	660	(490)	(107)	(141)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,328)</b>	<b>(3,613)</b>	<b>(5,431)</b>	<b>(4,678)</b>	<b>(4,462)</b>
股份發行	778	1,674	-	-	-
淨借貸	1,300	2,290	3,458	3,199	3,025
股息	(200)	(434)	(797)	(1,064)	(1,169)
其它	-	1,580	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,878</b>	<b>5,110</b>	<b>2,661</b>	<b>2,135</b>	<b>1,856</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>265</b>	<b>2,349</b>	<b>(1,410)</b>	<b>210</b>	<b>607</b>
年初現金及現金等價物	279	543	2,869	1,459	1,669
匯兌	(2)	(23)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>543</b>	<b>2,869</b>	<b>1,459</b>	<b>1,669</b>	<b>2,276</b>
受限制現金	-	-	-	-	-
<b>資產負債表現金</b>	<b>543</b>	<b>2,869</b>	<b>1,459</b>	<b>1,669</b>	<b>2,276</b>

來源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
光伏玻璃銷售	98.7	82.3	75.0	75.0	70.9
太陽能發電業務	1.3	6.6	17.3	19.5	24.0
EPC業務	-	11.1	7.6	5.5	5.1
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	31.6	36.0	46.0	45.9	47.1
稅前利率	23.7	29.3	37.9	36.8	37.8
淨利潤率	20.5	25.4	30.4	29.3	29.6
有效稅率	13.8	13.5	13.0	12.5	12.0

**Balance sheet ratios**

流動比率 (x)	1.2	1.8	1.4	1.4	1.5
速動比率 (x)	1.0	1.7	1.3	1.3	1.4
現金比率 (x)	0.4	1.1	0.4	0.3	0.4
平均應收周轉天數	93.2	89.1	135.0	155.0	181.2
平均存貨周轉天數	43.2	29.9	24.2	24.0	26.6
平均應付周轉天數	162.8	196.7	263.4	244.6	264.9
債務/股本比率 (%)	39.3	52.1	87.6	103.5	110.6
淨負債/股東權益比率 (%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

**回報率 (%)**

股本回報率	15	21	30	32	29
資產回報率	9	10	11	11	10

**每股數據**

每股盈利 (港仙)	8.42	18.53	29.54	39.42	43.31
每股股息 (港仙)	4.00	8.70	11.80	15.80	17.40
每股淨值 (港元)	0.54	0.85	1.00	1.23	1.49

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，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。