

信義光能 (968 HK)

穩健基本面支持股價反彈潛力

我們與公司就新型冠狀肺炎所造成的影響進行了溝通。信義光能因節後復工延遲至2月10號所造成的生產影響有限，公司在春節假期依然維持光伏玻璃正常生產。在下游需求方面，目前階段我們看到光伏玻璃價格維持穩定，同時公司仍有空間通過建立庫存方式吸收控疫期間的短期影響，我們認為下游需求擾動相對較小。新增產能投放或將因此略微延期，料將影響2020年上半年新增供應。總的來說，我們認為公司的基本面大致穩定，較強的基本面有望支持股價反彈。

■ **春節期間維持生產。**根據安徽省政府對於疫情控制的指引，公司將春假假期復工的時間延遲至2月10號。基於光伏玻璃窯爐生產的連續性要求以及公司較高的自動化生產水平，公司在春節假期維持正常生產。根據管理層信息，二月份光伏玻璃的定價將在復工後確定，但在目前階段公司預期價格維持穩定。參考卓創資訊信息，2月3日一家江蘇的光伏玻璃生產企業提供報價顯示3.2/2.0-2.5毫米規格的光伏玻璃價格分別為人民幣29.5/28元/平方米，儘管受疫情影響，價格展望依舊穩定。

■ **下游需求影響較小。**公司目前對下游需求波動並不特別擔心，因1)部分下游組件廠商在春節期間維持生產，以及2)多數組件廠商在2月3號及10號開始恢復生產。管理層透露節前行業平均的庫存水平在1-2周，隱含供應仍處於偏緊態勢。我們認為信義光能及同業仍有空間通過建立庫存方式來消化10-15天的產出，同時在目前階段我們認為疫情對於下游需求的影響較小。

■ **新建產能或將略微延遲。**公司將在2020年第二及第三季度投產四條日熔量1,000噸的新建產能。我們認為這幾條新的生產線或將因延期復工及交通管制等原因略微延期。我們同時觀察到部分廠商將冷修點火的時間推遲到4月。我們認為2020年上半年新增產能釋放將非常有限，從而使光伏玻璃供應維持偏緊局面。

■ **基本面大致維持穩定，重申買入評級。**公司股價自春節前每股6.32港元歷史高位因新冠病毒疫情而回落8.7%。我們相信光伏玻璃行業及信義光能的基本面在目前階段仍舊穩健，股價回落創造了較好的買入時機。我們對公司重申買入評級，目標價維持每股6.62港元不變。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬港元)	9,527	7,672	9,492	12,054	16,024
同比增長(%)	58.6	(19.5)	23.7	27.0	32.9
淨利潤(百萬港元)	2,332	1,863	2,500	3,417	4,569
每股盈利(港元)	0.33	0.25	0.31	0.42	0.57
每股盈利變動(%)	11	(24)	26	35	34
市盈率(倍)	16.9	22.1	17.5	13.0	9.7
市帳率(倍)	4.0	4.0	3.4	2.9	2.5
股息率(%)	2.7	2.2	2.7	3.7	4.9
權益收益率(%)	23.9	18.3	19.2	22.5	25.6
淨負債率(%)	64.7	76.5	35.1	48.9	33.2

資料來源：公司及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼：CMBR

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告

買入(維持)

目標價	HK\$6.62
(此前目標價)	HK\$6.62)
潛在升幅	+14.7%
當前股價	HK\$5.77

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 1234

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	46,633
3月平均流通量(百萬港元)	150.3
52周內股價高/低(港元)	6.32/3.14
總股本(百萬)	8.082

資料來源：彭博

股東結構

信義集團(玻璃)	24.1%
李賢義及一致行動人	32.1%
流通股	43.5%

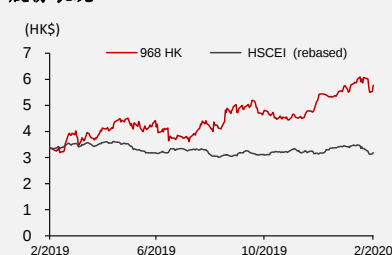
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.0%	5.2%
3-月	24.3%	28.6%
6-月	30.1%	31.1%
12-月	64.1%	76.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

財務分析

利潤表

年結：12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	9,492	12,054	16,024
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	7,079	9,437	12,816
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,243	2,396	2,920
EPC 業務	2,307	189	170	221	287
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,313)	(6,509)	(8,854)
毛利	3,405	2,960	4,180	5,545	7,170
其他收入	181	176	155	155	155
其他 (虧損) / 盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(326)	(408)	(553)
行政開支	(433)	(413)	(474)	(559)	(714)
息稅前收益	2,914	2,443	3,530	4,728	6,053
融資成本淨額	14	10	25	40	48
合資及聯營企業	(179)	(256)	(276)	(320)	(366)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,789	2,246	3,323	4,492	5,778
所得稅	(265)	(205)	(349)	(472)	(607)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
淨利潤	2,332	1,863	2,500	3,417	4,569

現金流量表

年結：12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,914	2,443	3,530	4,728	6,053
折舊和攤銷	551	707	836	1,012	1,258
運營資金變動	(1,765)	(255)	(754)	(744)	1,182
稅務開支	(242)	(237)	(328)	(472)	(607)
其他	(160)	(348)	(584)	(840)	(878)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,310	2,700	3,685	7,009
資本開支	(3,729)	(2,248)	(1,997)	(5,063)	(3,589)
聯營公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其他	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,454)	(5,666)	(4,192)
股份發行	2,572	(456)	1,200	-	-
淨借貸	1,267	837	989	2,017	1,071
股息	(999)	(1,095)	(922)	(1,420)	(1,917)
其他	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	4,191	1,200	(243)
現金增加淨額	511	(698)	4,437	(781)	2,574
年初現金及現金等價物	843	1,381	682	5,119	4,338
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	682	5,119	4,338	6,912

資產負債表

年結：12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	15,301	17,089	18,518	23,402	26,226
物業、廠房及設備	14,240	15,804	16,953	20,991	23,310
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	894	1,497	2,100
其他非流動資產	264	532	339	568	458
流動資產	7,467	6,803	12,049	12,746	15,626
現金及現金等價物	1,381	784	5,119	4,338	6,912
應收賬款	4,167	4,154	4,685	5,632	5,459
存貨	374	430	531	708	961
關聯款項	-	4	-	-	-
其他流動資產	1,545	1,432	1,715	2,068	2,294
流動負債	6,241	6,737	5,905	7,474	9,173
應付帳款	2,941	2,780	2,900	3,863	5,241
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,927	3,533	3,854
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	6,902	8,314	9,063
借貸	4,787	4,997	6,831	8,243	8,992
其他應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,680	12,059	17,761	20,361	23,616
少數股東權益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股東權益	10,121	10,434	13,212	15,209	17,861

主要比率

年結：12/31	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	74.6	78.3	80.0
太陽能發電業務	15.5	25.0	23.6	19.9	18.2
EPC 業務	24.2	2.5	1.8	1.8	1.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.7	38.6	44.0	46.0	44.7
稅前利率	29.3	29.3	35.0	37.3	36.1
淨利潤率	24.5	24.3	26.3	28.3	28.5
有效稅率	9.5	9.1	10.5	10.5	10.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.0	2.0	1.7	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	2.0	1.6	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.9	0.6	0.8
平均應收周轉天數	118.5	197.9	169.9	156.2	126.3
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	33.0	34.7	34.4
平均應付周轉天數	163.3	221.6	195.1	189.6	187.7
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	54.9	57.8	54.4
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	35.1	48.9	33.2
回報率 (%)					
股本回報率	23.0	17.9	18.9	22.5	25.6
資產回報率	10.2	7.8	8.2	9.5	10.9
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.31	0.42	0.57
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.15	0.20	0.27
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.63	1.88	2.21

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。接收本報告之行爲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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。