

信義光能 (968 HK)

布局走向上游，劍指 2020 年平價需求

❖ **儘管遭遇政策利空,盈利表現維持韌性。**信義光能發布了 2018 年業績。收入錄得 76.72 億港元,同比下跌 19.5%。收入下跌主要由於 EPC 業務同比下降 62.2%,公司期內并無獲得扶貧項目的 EPC 訂單。光伏玻璃收入則維持穩定於 56.62 億港元,而光伏發電收入則同比錄得 30.3%增長,部分抵消 EPC 業務下滑。公司整體毛利率同比上漲 2.9 個百分點至 38.6%,毛利上漲主要由於高毛利光伏發電業務占比提升所致。主要的費用支出、財務成本以及有效稅率均維持穩定,符合預期。淨利潤錄得 18.63 億港元,同比下跌 20.1%。儘管公司在 2018 年遭遇光伏政策調整衝擊,我們認為公司的盈利表現仍然維持較強韌性。公司維持較高的股息派發率 49.1%,同時公布末期股息每股 4.2 港仙。

❖ **向上游布局,劍指平價需求。**管理層對於 2019 年光伏玻璃需求抱有信心,并給予積極展望,基於 1) 公司持續觀察到光伏玻璃需求自 2018 年四季度開始增加;2) 光伏玻璃庫存持續維持較低水平;以及 3) 雙玻及雙面組件的滲透率提升有望刺激 2.5 毫米玻璃需求。公司預期光伏平價的到來將自 2020 年開始釋放巨量市場空間。為了配合市場需求放量,信義光能維持積極的產能擴張節奏,計劃於 2020 年第一及第二季度分別在廣西北海投產兩條日熔量 1,000 噸生產線。對於北海產線布局,管理層解釋新的戰略性擴產主要為提前卡位占有超白沙礦資源。管理層認為對上游超白沙礦的控制將成為未來光伏玻璃行業競爭的關鍵。

❖ **2019 年關鍵: 光伏玻璃銷售均價及銷售量。**2018 年公司光伏玻璃業務毛利率為 26.2%,同比下跌 4 個百分點,測算銷售均價約人民幣 25 元/平方米。我們認為光伏玻璃的銷售均價及銷量增長將成為公司 2019 年業績的關鍵項。對於產量目標,公司給予相對審慎指引,全年產量較 2018 年上調 12.1%,同時公司仍具有日熔量 1,100 噸產能處於冷修,該部分產能可以根據市場狀態在 3Q19 靈活複產。在銷售均價方面,我們預期光伏玻璃價格將隨需求回暖逐漸回升。我們的基準銷售均價情景為人民幣 26 元/平方米。在此基準下,我們測算光伏玻璃銷售均價每上漲 1 元對應盈利增長 8-10%。

❖ **目前正處盈利恢復轉折點。**基於對 2019/20E 光伏玻璃銷售均價分別上調 4.0/1.9%至每平方米人民幣 26/27.5 元,我們的盈利預測也分別上調 6.0/0.6%至 21.83/28.52 億港元。站在當前公司盈利恢復的轉折點上,我們認為公司近期的股價漲幅已將估值推升至 5 年平均市盈率 1 個標準差以上。在此基礎我們認為股價進一步漲幅有限,上調目標價值每股 3.52 港元,維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬港元)	9,527	7,672	9,294	11,105	13,162
淨利潤 (百萬港元)	2,332	1,863	2,183	2,852	3,727
每股收益 (港元)	0.33	0.25	0.29	0.38	0.50
每股收益變動 (%)	11	(24)	17	31	31
市盈率(x)	12.0	15.7	13.4	10.2	7.8
市帳率(x)	2.9	2.9	2.5	2.2	1.9
股息率 (%)	3.8	3.1	3.6	4.7	6.1
股本回報率 (%)	23.9	18.3	19.0	21.7	24.5
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	73.3	62.4	38.4

資料來源: 公司資料、招銀國際預測

持有 (維持)

目標價	HK\$3.52
(此前目標價)	HK\$2.63
潛在升幅/跌幅	-10.8%
當前股價	HK\$3.90

蕭小川

電話: (852) 3900 0849

郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	29,878
3月平均流通量(百萬港元)	65.77
52周最高/低(港元)	3.95/2.03
總股本(百萬)	7492.8

資料來源: 彭博

股東結構

信義玻璃	28.9%
李賢義	11.4%
流動股	34.9%

資料來源: 港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	15.0%	9.5%
3月	30.0%	19.8%
6月	71.8%	68.2%

資料來源: 彭博

過去一年股價



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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	9,294	11,105	13,162
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	6,788	8,299	10,063
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC業務	2,307	189	246	319	415
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,818)	(6,765)	(8,052)
毛利	3,405	2,960	3,476	4,339	5,110
其它收入	181	176	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(284)	(323)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(466)	(523)	(605)
息稅前收益	2,914	2,443	2,876	3,643	4,625
融資成本淨額	14	10	8	14	31
合資及聯營企業	(179)	(256)	(276)	(301)	(321)
稅前利潤	2,789	2,246	2,652	3,399	4,378
所得稅	(265)	(205)	(278)	(357)	(460)
少數股東權益	(192)	(179)	(190)	(190)	(191)
淨利潤	2,332	1,863	2,183	2,852	3,727

資料來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	15,301	17,089	18,242	19,410	20,400
物業、廠房及設備	14,240	15,804	16,961	17,930	18,722
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	610	800	991
其它非流動資產	264	532	338	333	329
流動資產	7,467	6,803	8,060	10,123	12,771
現金及現金等價物	1,381	784	1,126	2,145	5,101
應收賬款	4,167	4,154	4,656	5,445	4,861
存貨	374	430	509	622	755
關聯款項	-	4	-	-	-
其它流動資產	1,545	1,432	1,769	1,910	2,054
流動負債	6,241	6,737	5,817	6,680	7,591
應付帳款	2,941	2,780	2,814	3,447	4,191
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,926	3,155	3,321
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	6,898	7,432	7,821
借貸	4,787	4,997	6,827	7,361	7,750
其它應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,680	12,059	13,587	15,420	17,759
少數股東權益	1,559	1,625	1,815	2,005	2,196
股東權益	10,121	10,434	11,772	13,415	15,563

資料來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,914	2,443	2,876	3,643	4,625
折舊和攤銷	551	707	816	946	1,068
運營資金變動	(1,765)	(255)	(843)	(405)	1,056
稅務開支	(242)	(237)	(257)	(357)	(460)
其它	(160)	(246)	(418)	(434)	(438)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,412	2,173	3,393	5,851
資本開支	(3,729)	(2,248)	(1,986)	(1,928)	(1,872)
聯營公司	(63)	17	(173)	(190)	(191)
其它	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,159)	(2,118)	(2,063)
股份發行	2,572	(456)	-	-	-
淨借貸	1,267	837	983	763	556
股息	(999)	(1,095)	(846)	(1,209)	(1,579)
其它	(1,137)	(65)	190	190	191
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	327	(256)	(832)
現金增加淨額	511	(597)	342	1,020	2,956
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	1,126	2,145
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	784	1,126	2,145	5,101
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	1,381	784	1,126	2,145	5,101

資料來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	73.0	74.7	76.5
太陽能發電業務	15.5	25.0	24.3	22.4	20.4
EPC業務	24.2	2.5	2.6	2.9	3.2
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	37.4	39.1	38.8
稅前利率	29.3	29.3	28.5	30.6	33.3
淨利潤率	24.5	24.3	23.5	25.7	28.3
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	1.4	1.5	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.3	1.4	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.7
平均應收周轉天數	118.5	197.9	173.0	166.0	142.9
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	29.4	30.5	31.2
平均應付周轉天數	163.3	221.6	175.5	168.9	173.1
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	71.8	68.2	62.3
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	73.3	62.4	38.4

回報率 (%)

股本回報率	23	18	19	21	24
資產回報率	10	8	8	10	11

每股數據

每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.29	0.37	0.49
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.14	0.18	0.24
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.54	1.75	2.03

資料來源：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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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责任。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)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。