

信義光能 (968 HK)

處於甜區：享受量價齊升

❖ **供應趨緊推升銷售價格。**卓創資訊資料顯示，各大主流廠商自 2018 年起將光伏鍍膜玻璃出廠價調升每平方米 2.5-3 元（人民幣，下同）至 31.5 元左右。價格調升幅度達 9.0-10.7%，為 2017 年以來最高幅度的價格調整。我們相信光伏玻璃的價格調整受供應趨緊所致，而供應趨緊則源於 1) 2+26 區域冬季環保限產，2) 光伏玻璃廠家將燃氣及純鹼成本向下游傳導。我們相信目前光伏玻璃市場較好的定價結構能夠獲得持續，基於 1) 環保限產將至少持續至 2018 年 3 月 15 日；2) 較小和較老舊的光伏玻璃窯爐將在環保限產後遭淘汰；以及 3) 未來數月，在供應端我們預期在供應端不會有明顯的產能釋放。

❖ **光伏玻璃需求迅猛增長。**根據綠能趨勢網資料，2017 年全球光伏裝機創下另一新紀錄，年度實現新增裝機超 100 吉瓦（同比增長超過 30.7%），其中，中國實現新增裝機 53 吉瓦。這些令人振奮的資料再度確認，光伏能源的競爭力正與日俱增。對於 2018 年，儘管面臨美國和印度的增加光伏產品進口關稅的不確定性，我們依然對全球年度裝機將達 106 吉瓦以上保持樂觀。基於 1) 光伏元件持續降價將帶來光伏新興國家的增量需求，2) 雙玻及雙面組件滲透率持續提高，我們預期光伏玻璃的需求將維持較好增速。我們的基準情景分析顯示，2016-20E 全球光伏玻璃需求年均複合增長率為 22.4%，高於同期 17.2% 的光伏裝機年均複合增長，並且光伏玻璃的供應將持續維持偏緊狀態。

❖ **處於甜區：享受量價齊升。**信義光能 2017 年通過新增 3 條光伏玻璃生產線將產量同比提升 60.9%。我們測算這 3 條生產線 2018 年還能帶來 9.7% 的產量增長。基於 1) 產品價格明顯提升，2) 純鹼成本下降，以及 3) 馬來西亞產線較低的燃料成本所帶來的整體燃料成本維持穩中有降的預期，我們在較為保守的預期光伏鍍膜玻璃均價預期下（2018 年實現價格人民幣 30.3 元/平方米），測算公司光伏玻璃業務毛利將自 2017 年 31.2% 擴張至 2018 年 37.9%。公司目前正運營全球最大的日熔量產能 6,800 噸，並且公司計畫於 18 年 4 季度及 19 年中分別投運兩條日熔量 1,000 噸生產線，我們認為信義光能目前正處甜區，有望享受量價齊升。

❖ **目標價提升至 4.37 港元。**我們把光伏玻璃銷售均價以及產品毛利提升影響置入模型考慮，同時基於光伏項目競爭日趨激烈，也將公司光伏電站裝機量進行下調。我們將 2017/2018/2019 年淨利預測分別提升 4.6%/10.1%/7.0% 自 21.1/27.3/33.6 億港元提升至 22.0/30.0/35.9 億港元。基於我們更新後的 DCF 模型測算，我們將信義光能的目標價自每股 3.48 港元提升 25.6% 至 4.37 港元，對應 2017E/2018E 預測市盈率為 14.2/10.8 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	4,750	6,007	9,759	10,593	12,675
淨利潤 (百萬港元)	1,206	1,986	2,203	3,000	3,593
每股收益 (港元)	0.19	0.29	0.30	0.40	0.48
每股收益變動 (%)	120	59	1	36	20
市盈率 (x)	19.2	12.1	12.0	8.8	7.4
市帳率 (x)	4.2	3.9	3.0	2.5	2.1
股息率 (%)	2.4	3.9	4.0	5.4	6.5
股本回報率 (%)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	53.1	55.6	40.9

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$4.37
(此前目標價)	HK\$3.48)
潛在升幅	+22.8%
當前股價	HK\$3.56

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值 (百萬港元)	26,429
3 月平均流通量 (百萬港元)	66.66
52 周最高/低 (港元)	3.79/ 2.12
總股本 (百萬)	6,794.7

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	9.0%	3.1%
3 月	35.6%	18.9%
6 月	37.1%	15.9%

來源：彭博

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

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	4,750	6,007	9,759	10,593	12,675
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,824	6,901	8,562
太陽能發電業務	313	1,050	1,468	1,965	2,386
EPC業務	526	681	2,467	1,727	1,727
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(6,318)	(6,050)	(7,160)
毛利	1,710	2,750	3,442	4,543	5,514
其它收入	143	176	155	155	155
其它（虧損）/ 盈利淨額	62	8	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(270)	(278)	(335)
行政開支	(318)	(321)	(468)	(508)	(601)
息稅前收益	1,410	2,448	2,854	3,907	4,727
融資成本淨額	5	9	12	24	35
合資及聯營企業	(21)	(104)	(154)	(196)	(246)
稅前利潤	1,394	2,390	2,749	3,772	4,553
所得稅	(188)	(241)	(326)	(477)	(603)
少數股東權益	-	(164)	(220)	(295)	(358)
淨利潤	1,206	1,986	2,203	3,000	3,593

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	7,842	12,182	13,468	16,118	17,781
物業、廠房及設備	7,104	11,079	12,331	14,574	15,946
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	612	907	1,265
其它非流動資產	382	385	192	294	215
流動資產	4,893	4,604	8,934	10,769	13,371
現金及現金等價物	2,869	843	3,249	4,060	5,875
應收賬款	854	2,020	3,482	4,349	4,827
存貨	199	288	408	483	599
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	1,796	1,877	2,070
流動負債	2,710	4,591	6,379	7,325	8,476
應付賬款	2,156	2,539	3,904	4,237	5,070
關聯欠款	4	37	18	18	18
遞延稅項	75	64	60	60	60
借貸	474	1,952	2,397	3,009	3,329
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	3,133	4,767	5,665	7,093	7,838
借貸	3,116	4,714	5,594	7,022	7,767
其它應付	-	54	54	54	54
遞延稅項	17	-	17	17	17
少數股東權益	1,146	1,212	1,432	1,727	2,085
淨資產淨額	5,745	6,216	8,925	10,742	12,753
股東權益	5,745	6,216	8,925	10,742	12,753

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,854	3,907	4,727
折舊和攤銷	225	408	650	681	766
運營資金變動	(10)	(1,271)	(384)	(792)	124
稅務開支	(134)	(268)	(313)	(477)	(603)
其它	(640)	(636)	(325)	(430)	(532)
經營活動所得現金淨額	851	681	2,482	2,889	4,483
資本開支	(3,644)	(4,529)	(1,909)	(2,935)	(2,150)
聯營公司	(175)	(217)	(220)	(295)	(358)
其它	206	(150)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,897)	(2,129)	(3,229)	(2,508)
股份發行	1,668	(671)	1,505	-	-
淨借貸	2,290	3,076	1,325	2,040	1,064
股息	(434)	(844)	(999)	(1,184)	(1,582)
其它	1,587	671	220	295	358
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	2,052	1,151	(160)
現金增加淨額	2,349	(1,984)	2,406	811	1,815
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	3,249	4,060
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	3,249	4,060	5,875
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	3,249	4,060	5,875

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
光伏玻璃銷售	82.3	71.2	59.7	65.2	67.6
太陽能發電業務	6.6	17.5	15.0	18.5	18.8
EPC業務	11.1	11.3	25.3	16.3	13.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	36.0	45.8	35.3	42.9	43.5
稅前利率	29.3	39.8	28.2	35.6	35.9
淨利潤率	25.4	33.1	22.6	28.3	28.3
有效稅率	13.5	10.1	11.8	12.6	13.2

資產負債比率

流動比率（x）	1.8	1.0	1.4	1.5	1.6
速動比率（x）	1.7	0.9	1.3	1.4	1.5
現金比率（x）	1.1	0.2	0.5	0.6	0.7
平均應收周轉天數	60.9	87.3	130.2	134.9	132.1
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	23.6	26.9	27.6
平均應付周轉天數	196.7	263.1	225.5	245.6	237.2
債務/股本比率（%）	52.1	89.7	77.2	80.4	74.8
淨負債/股東權益比率（%）	12.6	93.7	53.1	55.6	40.9

回報率（%）

股本回報率	21	32	25	28	28
資產回報率	10	12	10	11	12

每股數據

每股盈利（港元）	0.19	0.29	0.31	0.40	0.48
每股股息（港元）	0.09	0.14	0.14	0.19	0.23
每股淨值（港元）	0.85	0.92	1.20	1.45	1.72

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。