

信义光能 (968 HK)

处于甜区：享受量价齐升

❖ **供应趋紧推升销售价格。**卓创资讯数据显示，各大主流厂商自 2018 年起将光伏镀膜玻璃出厂价调升每平方米 2.5-3 元（人民币，下同）至 31.5 元左右。价格调升幅度达 9.0-10.7%，为 2017 年以来最高幅度的价格调整。我们相信光伏玻璃的价格调整受供应趋紧所致，而供应趋紧则源于 1) 2+26 区域冬季环保限产，2) 光伏玻璃厂家将燃气及纯碱成本向下游传导。我们相信目前光伏玻璃市场较好的定价结构能够获得持续，基于 1) 环保限产将至少持续至 2018 年 3 月 15 日；2) 较小和较老旧的光伏玻璃窑炉将在环保限产后遭淘汰；以及 3) 未来数月，在供应端我们预期在供应端不会有明显的产能释放。

❖ **光伏玻璃需求迅猛增长。**根据绿能趋势网数据，2017 年全球光伏装机创下另一新纪录，年度实现新增装机超 100 吉瓦（同比增长超过 30.7%），其中，中国实现新增装机 53 吉瓦。这些令人振奋的数据再度确认，光伏能源的竞争力正与日俱增。对于 2018 年，尽管面临美国和印度的增加光伏产品进口关税的不确定性，我们依然对全球年度装机将达 106 吉瓦以上保持乐观。基于 1) 光伏组件持续降价将带来光伏新兴国家的增量需求，2) 双玻及双面组件渗透率持续提高，我们预期光伏玻璃的需求将维持较好增速。我们的基准情景分析显示，2016-20E 全球光伏玻璃需求年均复合增长率为 22.4%，高于同期 17.2% 的光伏装机年均复合增长，并且光伏玻璃的供应将持续维持偏紧状态。

❖ **处于甜区：享受量价齐升。**信义光能 2017 年通过新增 3 条光伏玻璃生产线将产量同比提升 60.9%。我们测算这 3 条生产线 2018 年还能带来 9.7% 的产量增长。基于 1) 产品价格明显提升，2) 纯碱成本下降，以及 3) 马来西亚产线较低的燃料成本所带来的整体燃料成本维持稳中有降的预期，我们在较为保守的预期光伏镀膜玻璃均价预期下（2018 年实现价格人民币 30.3 元/平方米），测算公司光伏玻璃业务毛利将自 2017 年 31.2% 扩张至 2018 年 37.9%。公司目前正运营全球最大的日熔量产能 6,800 吨，并且公司计划于 18 年 4 季度及 19 年中分别投运两条日熔量 1,000 吨生产线，我们认为信义光能目前正处甜区，有望享受量价齐升。

❖ **目标价提升至 4.37 港元。**我们把光伏玻璃销售均价以及产品毛利提升影响置入模型考虑，同时基于光伏项目竞争日趋激烈，也将公司光伏电站装机量进行下调。我们将 2017/2018/2019 年净利预测分别提升 4.6%/10.1%/7.0% 自 21.1/27.3/33.6 亿港元提升至 22.0/30.0/35.9 亿港元。基于我们更新后的 DCF 模型测算，我们将信义光能的目标价自每股 3.48 港元提升 25.6% 至 4.37 港元，对应 2017E/2018E 预测市盈率为 14.2/10.8 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	4,750	6,007	9,759	10,593	12,675
净利润(百万港元)	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
每股收益变动(%)	120	59	1	36	20
市盈率(x)	19.2	12.1	12.0	8.8	7.4
市帐率(x)	4.2	3.9	3.0	2.5	2.1
股息率(%)	2.4	3.9	4.0	5.4	6.5
股本回报率(%)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
净负债/股东权益比率(%)	12.6	93.7	53.1	55.6	40.9

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$4.37
(此前目标价)	HK\$3.48)
潜在升幅	+22.8%
当前股价	HK\$3.56

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	26,429
3 月平均流通量(百万港元)	66.66
52 周最高/低(港元)	3.79/ 2.12
总股本(百万)	6,794.7

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1 月	9.0%	3.1%
3 月	35.6%	18.9%
6 月	37.1%	15.9%

来源：彭博

股东结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流通股	34.9%

来源：港交所

过去一年股价



来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：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

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。