


信義光能 (968 HK)

2018 邁向毛利擴張

❖ **2017 年業績表現符合預期。**信義光能發佈了 2017 年度業績，收入增長 58.6% 至 95.27 億港元。收入增長主要由 1) 光伏玻璃銷售量同比增長 50%，2) 光伏電站發電量增長，以及 3) 2017 上半年 EPC 業務收入大幅增長驅動。公司整體毛利率為 35.7%，與我們預期一致。銷售及管理費用隨光伏玻璃銷量增加，並維持良好的控制，費用比率均低於我們的預期，顯示公司的運營效率有所提升。淨利潤自 2016 年 19.86 億港元上升 17.4% 至 2017 年的 23.32 億港元，較我們預期高 5.9%，高出預期部分主要反映在費用率低於預期，並且有效稅率也低於我們預測。基於公司擴大後股本計算，每股盈利同比上漲 11.6% 至 32.61 港仙。公司同時宣佈派發末期股息每股 7 港仙。

❖ **光伏玻璃業務將是 2018 年關注重點。**受產能擴張帶動均價明顯下滑影響，光伏玻璃業務部門錄得毛利同比下跌 12 個百分點至 30.2%。管理層強調市場供需情況自 2017 年 4 季度起已處於平衡偏緊局面，受需求快速增加影響帶動光伏玻璃價格自 2018 年 1 月起明顯上漲。我們認為加工玻璃銷售價格有望在每平米 31 元位置企穩，基於 1) 我們預期全球下游裝機需求維持 100GW 左右，2) 雙玻雙面組件的滲透率提升將持續推升光伏玻璃需求，3) 有較多光伏玻璃窯爐已達冷修週期，產能冷修疊加新產能釋放將使光伏玻璃產能釋放較為有限。除了產品售價以外，管理層預期 2018 年純鹼價格將較 2017 年明顯回落。匯總上述，我們預期光伏玻璃毛利率有望上升至 39.3%，同時公司還計畫在 2018 年將產量提升 6.6% 至年熔化 243.5 萬噸。

❖ **光伏電站降速發展，EPC 業務恢復正常。**信義光能 2017 年僅實現 325 兆瓦新增光伏裝機（其中 290 兆瓦地面電站，35 兆瓦分散式項目）。由於光伏專案電價競爭日趨激烈，管理層意圖將新增光伏裝機節奏放慢，計畫 2018 年新增裝機 400 兆瓦，與我們此前預期一致。在 EPC 業務方面，公司表示 2017 年上半年 EPC 業務的快速爆發是非經常性的，並預期業務發展恢復正常，參考 2015/2016 年業務情況作為基準。管理層強調目前尚未將 EPC 業務作為主營方向。受光伏裝機規模下調影響，公司也隨之將 2018 年資本開支計畫下調至 25 億港元。我們預料市場將對此表示歡迎，因公司可以更加專注於光伏玻璃業務，同時負債率也可獲較好控制。

❖ **目標價 4.37 港元，維持買入評級。**綜合更高的光伏玻璃售價預期，以及正常化的 EPC 業務收入貢獻影響，我們將 2018/2019 年盈利預測分別輕微上調 1.1%/2.2% 自 30.0/35.9 億港元調整為 30.4/36.7 億港元。我們認為公司的光伏玻璃業務增長具有較高的可視性。我們的 DCF 目標價維持每股 4.37 港元，對應 2018 年預測市盈率 10.7 倍。參考公司過往較為慷慨的派息率，我們預期現價每股 3.37 港元對應 2018 年股息率為 5.8%。我們認為公司估值吸引，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	2017A	2018E	2019E	2020E
營業額(百萬港元)	6,007	9,527	9,649	11,965	13,361
淨利潤(百萬港元)	1,986	2,332	3,035	3,671	4,025
每股收益(港元)	0.29	0.33	0.41	0.49	0.54
每股收益變動(%)	59	11	25	21	10
市盈率(x)	11.5	10.3	8.2	6.8	6.2
市帳率(x)	3.7	2.8	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	4.2	4.5	5.8	7.0	7.7
股本回報率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
淨負債/股東權益比率(%)	93.7	75.7	67.8	56.7	46.8

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\$4.37)
潛在升幅	+30.1%
當前股價	HK\$3.36

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	24,947
3月平均流通量(百萬港元)	76.70
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	-7.5%	-2.7%
3月	22.1%	15.1%
6月	26.8%	12.2%

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	6,007	9,527	9,649	11,965	13,361
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	6,881	8,821	9,830
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,882	2,171	2,461
EPC業務	681	2,307	885	973	1,071
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(5,311)	(6,688)	(7,563)
毛利	2,750	3,405	4,338	5,277	5,799
其它收入	176	181	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	8	0	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(164)	(239)	(242)	(304)	(339)
行政開支	(321)	(433)	(513)	(617)	(659)
息稅前收益	2,448	2,914	3,732	4,506	4,951
融資成本淨額	9	14	11	19	29
合資及聯營企業	(104)	(179)	(200)	(251)	(284)
稅前利潤	2,390	2,789	3,583	4,314	4,736
所得稅	(241)	(265)	(358)	(453)	(521)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	3,035	3,671	4,025

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,182	15,301	17,756	19,519	21,111
物業、廠房及設備	11,079	14,240	16,359	17,960	19,359
預付租金	327	344	343	355	367
合資企業投資	392	453	774	964	1,154
其它非流動資產	385	264	280	240	231
流動資產	4,604	7,467	9,356	11,846	13,978
現金及現金等價物	843	1,381	2,089	3,433	4,723
應收賬款	2,020	4,167	5,022	5,827	6,391
存貨	288	374	482	617	688
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,763	1,969	2,176
流動負債	4,591	6,241	6,238	7,407	8,123
應付帳款	2,539	2,941	3,107	3,918	4,360
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	3,054	3,411	3,685
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	7,197	8,030	8,670
借貸	4,714	4,787	7,126	7,959	8,599
其它應付	54	59	54	54	54
遞延稅項	-	-	17	17	17
淨資產淨額	7,428	11,680	13,676	15,928	18,296
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	11,927	13,989	16,167

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	3,732	4,506	4,951
折舊和攤銷	408	549	669	788	896
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(1,085)	(295)	(391)
稅務開支	(268)	(242)	(369)	(453)	(521)
其它	(636)	68	(339)	(381)	(405)
經營活動所得現金淨額	681	1,524	2,608	4,164	4,530
資本開支	(4,529)	(3,728)	(2,787)	(2,400)	(2,308)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(3,790)	(3,107)	(2,590)	(2,498)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	2,247	1,190	914
股息	(844)	(999)	(1,229)	(1,610)	(1,847)
其它	671	192	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	3,032	1,208	(230)	(743)
現金增加淨額	(1,984)	766	709	1,344	1,290
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	2,089	3,433
匯兌	(42)	(229)	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	2,089	3,433	4,723
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	2,089	3,433	4,723

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	71.2	60.3	71.3	73.7	73.6
太陽能發電業務	17.5	15.5	19.5	18.1	18.4
EPC業務	11.3	24.2	9.2	8.1	8.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	45.8	35.7	45.0	44.1	43.4
稅前利率	39.8	29.3	37.1	36.1	35.4
淨利潤率	33.1	24.5	31.5	30.7	30.1
有效稅率	10.1	9.5	10.0	10.5	11.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.0	1.2	1.5	1.6	1.7
速動比率 (x)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6
平均應收周轉天數	87.3	133.8	161.0	165.5	166.9
平均存貨周轉天數	27.3	24.0	30.4	30.0	31.5
平均應付周轉天數	263.1	227.2	237.7	191.7	199.8
債務/股本比率 (%)	89.7	78.7	74.4	71.4	67.1
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	67.8	56.7	46.8

回報率 (%)

股本回報率	32	23	25	26	25
資產回報率	12	10	11	12	12

每股數據

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.41	0.49	0.54
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.20	0.24	0.26
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.61	1.88	2.18

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责任。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。