

信义光能 (968 HK)

上半年业绩 EPC 业务带来惊喜

- ❖ **上半年净利润增长 12.5%**。信义光能发布了令人惊喜的中期业绩。收入同比增长 67.2%，自 31.8 亿（港元，下同）增长至 53.1 亿，胜于我们此前预期的增长 22.3%，主要来自于令人惊讶的 EPC 业务增长。EPC 业务录得收入 21.3 亿港元，同比大幅增长 656.9%，管理层表示 EPC 业务主要受安徽的光伏扶贫项目抢装所驱动。上半年公司交付了 296MW 的 EPC 项目。光伏玻璃及光伏电站上半年分别录得销售收入 24.5 亿及 7.3 亿，同比增长 1.2% 及 54.3%，符合我们预期。净利润则实现 12.6 亿元，同比上涨 12.5%，高于我们上半年持平的预期。信义光能宣布派发中期股息每股 8 港仙，维持派息率高于 45%。
- ❖ **光伏玻璃毛利同比下滑 17.8 个百分点**。公司期内光伏电站及 EPC 业务毛利率保持稳定，分别录得 76.7% 及 25.4%，与过往年份表现一致。然而光伏玻璃毛利则受到了销售价格下跌及材料成本上升的冲击。光伏玻璃毛利按年下跌 17.8 个百分点至 28.6%，下跌幅度较我们预期更深。管理层解释，因公司期内产能大幅提升，公司目前主要专注于市场份额的获取，并且上半年光伏原片玻璃的销量比例有所提升。展望下半年，管理层给予指引 1) 提升全年产量 7.3% 至平均日熔量 6,260 吨/天；2) 调整销售组合回到毛利较高的光伏加工玻璃；3) 将马来西亚产能全面应用。
- ❖ **继续在马来西亚投资 2 条新的产线**。管理层透露马来西亚产线的表现情况，按现价水平较国内产线毛利率高 10% 以上。尽管公司上半年将产能提升了 74.4%，库存周转天数仅为 20 天，公司也据此继续预期光伏玻璃需求维持旺盛。管理层表示现阶段没有计划提升产品价格，并维持市场份额优先策略。公司同事宣布将在 18 年 4 季度及 19 年中在马来西亚新增两条日熔量 1,000 吨/天产线，以捕捉未来的增长机遇，并充分利用马来西亚产线较高的盈利水平。
- ❖ **维持买入评级**。我们调整了光伏玻璃成本测算，并将 2017 年光伏玻璃毛利预期自 34.8% 下调至 30.3%。我们同时也将马来西亚产线扩张置入模型预测当中。我们将 2017/2018/2019 年的净利预测分别调整 6.6%/-11.9%/4.9% 至 20.6/24.2/29.6 亿港元。基于我们更新的 DCF 模型测算，我们维持公司目标价在每股 3.00 港元，分别对应 9.8 倍/8.4 倍的 2017/2018 年预测市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
营业额 (百万港元)	4,750	6,007	9,244	9,638	11,574
净利润 (百万港元)	1,206	1,986	2,064	2,418	2,961
每股收益 (港仙)	18.5	29.4	30.6	35.8	43.9
每股收益变动 (%)	120	59	4	17	23
市盈率(x)	16.2	10.2	9.8	8.4	6.8
市帐率(x)	3.5	3.3	2.5	2.2	1.9
股息率 (%)	2.9	4.7	4.9	5.7	7.0
股本回报率 (%)	21.7	31.9	25.9	26.5	28.2
净负债/股东权益比率 (%)	12.6	93.7	79.2	89.5	84.2

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.00
(此前目标价)	HK\$3.00
潜在升幅	+20.9%
当前股价	HK\$2.48

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	18,485
3月平均流通量(百万港元)	39.90
52周最高/低(港元)	3.29/2.17
总股本(百万)	6,794.7

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1月	10.3%	4.0%
3月	3.2%	-6.7%
6月	-7.9%	-21.3%

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

EPC 收入预期将在下半年恢复正常。公司上半年录得 EPC 业务收入 21.3 亿港元，较去年同期增长 656.9%。管理层解释公司上半年将光伏电站建设重心调整至 EPC 业务，以满足上半年因电价下调刺激所带来的光伏扶贫电站抢装需求。期内，公司交付了 296 兆瓦的 EPC 项目。展望下半年，管理层预期 EPC 业务将恢复常态。基于上半年的光伏装机情况，我们相信国内的分布式项目发展正在加速，我们也据此将公司的 EPC 业务收入进行上调。

光伏电站 2017 年目标装机 2 吉瓦。光伏发电业务上半年仅录得新增 120 兆瓦新增产能，主要受策略性的将光伏电站施工能力转移至 EPC 业务所致。截止上半年公司累计光伏装机 1,584 兆瓦，另持有 100 兆瓦的合营项目。管理层维持全年实现累计装机 2 吉瓦的装机目标。至于“630”电价调整，我们相信公司绝大部分项目储备来源于领跑者项目，只要在 9 月 30 日以前实现项目并网，将不受电价调整影响。

信义能源分拆：继续进行，但没有目标时间表。公司持续寻求将信义能源进行分拆。管理层表示分拆进程持续进行，但没有给予具体的时间安排。依据目前对于可再生能源股份的较弱的市场情绪，我们认为较难给予信义能源合理及较好的估值，因此分拆进程可能较为困难。在公司较早前完成供股计划以后，我们相信信义光能并不急于进行股权融资以支持进一步的光伏电站产能扩张。截止 17 年中，公司持有 24.5 亿港元现金。

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	9,244	9,638	11,574
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,333	5,667	7,049
太陽能發電業務	313	1,050	1,444	1,997	2,512
EPC業務	526	681	2,467	1,974	2,013
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(5,995)	(5,791)	(6,811)
毛利	1,710	2,750	3,249	3,847	4,763
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)	(253)	(266)	(320)
行政開支	(318)	(321)	(445)	(466)	(553)
息稅前收益	1,410	2,448	2,700	3,265	4,040
融資成本淨額	5	9	9	14	21
合資及聯營企業	(21)	(104)	(158)	(204)	(249)
稅前利潤	1,394	2,390	2,587	3,111	3,848
所得稅	(188)	(241)	(307)	(393)	(509)
少數股東權益	-	(164)	(217)	(300)	(377)
淨利潤	1,206	1,986	2,064	2,418	2,961

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	15,025	17,880	20,515
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,754	16,302	18,562
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	608	908	1,285
其它非流動資產	382	385	329	327	313
流動資產	4,893	4,604	7,990	9,113	11,335
現金及現金等價物	2,869	843	1,996	2,242	3,664
應收賬款	854	2,020	5,250	6,179	6,876
存貨	199	288	373	397	493
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	370	296	302
流動負債	2,710	4,591	6,461	7,301	8,728
應付帳款	2,156	2,539	3,697	3,855	4,630
關聯欠款	4	37	18	18	18
遞延稅項	75	64	60	60	60
借貸	474	1,952	2,686	3,368	4,020
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	3,133	4,767	6,339	7,930	9,452
借貸	3,116	4,714	6,268	7,859	9,380
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	1,429	1,728	2,105
淨資產淨額	5,745	6,216	8,786	10,034	11,565
股東權益	5,745	6,216	8,786	10,034	11,565

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	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,700	3,265	4,040
折舊和攤銷	221	408	647	709	854
運營資金變動	(382)	(1,334)	(723)	(761)	(6)
稅務開支	(188)	(241)	(307)	(393)	(509)
其它	(211)	(600)	(465)	(256)	(410)
經營活動所得現金淨額	851	681	1,852	2,565	3,969
資本開支	(4,123)	(5,014)	(3,268)	(3,247)	(3,105)
聯營公司	(150)	(155)	-	-	-
其它	660	272	(223)	(184)	(194)
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,897)	(3,491)	(3,431)	(3,299)
股份發行	1,674	-	1,495	-	-
淨借貸	2,290	3,076	2,288	2,273	2,174
股息	(434)	(945)	(991)	(1,161)	(1,422)
其它	1,580	101	-	-	-
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	2,792	1,112	752
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,153	245	1,422
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,996	2,242
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,996	2,242	3,664
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,996	2,242	3,664

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	57.7	58.8	60.9
太陽能發電業務	6.6	17.5	15.6	20.7	21.7
EPC業務	11.1	11.3	26.7	20.5	17.4
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	35.1	39.9	41.2
稅前利率	29.3	39.8	28.0	32.3	33.2
淨利潤率	25.4	33.1	22.3	25.1	25.6
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	1.2	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.7	0.9	1.2	1.2	1.2
現金比率 (x)	1.1	0.2	0.3	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	199.7	208.5	198.5
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.7	24.3	23.9
平均應付周轉天數	196.7	263.1	225.1	238.0	227.4
債務/股本比率 (%)	52.1	89.7	87.7	95.4	98.0
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	79.2	89.5	84.2

回報率 (%)

股本回報率	21	32	24	24	26
資產回報率	10	12	9	9	9

每股數據

每股盈利 (港仙)	18.53	29.42	28.94	32.58	39.89
每股股息 (港仙)	8.70	14.00	14.70	17.20	21.10
每股淨值 (港元)	0.85	0.92	1.18	1.35	1.56

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的分析员，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于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：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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作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上责任。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，请与我们联系。

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。