

信義光能 (968 HK, HK\$2.71 目標價 HK\$3.26, 買入) - 2016 年達週期性高點

- ❖ **淨利潤增長 64.7%**。信義光能發佈了 2016 年業績。受光伏玻璃全年銷量增長 10.5% 以及光伏發電業務產能擴張驅動，銷售收入自 2015 年 47.5 億港元增長 26.5% 至 2016 年 60.0 億港元。公司整體毛利方面同比增長 9.8 個百分點至 45.8%，顯示出公司成本效益獲得不斷提升，並且高毛利率的太陽能電站業務收入貢獻佔比逐步提升。上述因素綜合影響之下，淨利潤自 2015 年 12.1 億港元大幅增長 64.7% 至 2016 年 19.9 億港元。公司同時宣佈派發末期股息每股 0.6 港仙，與中期股息合併，全年股息派發率維持高位於 47.6%。
- ❖ **光伏玻璃步入下一輪擴張**。光伏玻璃部門是 2016 年業務表現的亮點，部門毛利率高達 42.2%，較我們此前預期高 2.6 個百分點，顯示了公司從天然氣價格下調及規模效應中獲得更高的成本效益。展望 2017，隨著產業週期結構變化，我們預期光伏玻璃板塊將面臨幾項挑戰：1) 下游裝機或將趨緩；2) 由信義自身領導的產能擴張將帶來一定程度的產能過剩；3) 上游原材料（純鹼）成本上升。管理層表示暫時看不到光伏玻璃近期有提價可能，因 2017 年公司計畫產量擴張 49.6%。我們據此將公司光伏玻璃的平均售價預測下調 8.8% 至人民幣 28.3 元/平米，並預期公司需要 2-3 年時間才可完全釋放新增產能潛力。
- ❖ **光伏發電業務：保持穩定增長**。光伏發電業務 2016 年運營表現穩定，毛利率達 74.1%，並且不受限電影響。光伏 EPC 則錄得銷售增長 29.3%，令人驚喜。公司在 2016 年實現並網裝機 654 兆瓦。截止 2016 年底，公司合計運營裝機 1,464 兆瓦，合營裝機 100 兆瓦。管理層計畫在 2017 年將新增裝機節奏適當調慢至 600-800 兆瓦，並為此預算 35 億港元用於資本開支。依照預算，我們測算每瓦造價目標在 5.2 元人民幣左右。儘管光伏電站專案上網電價競爭激烈，基於信義光能卓越的光伏電站開發成本，我們認為公司的光伏專案回報率仍然能夠保持穩定。此外，公司繼續尋求與 2017 年將信義能源分拆上市。
- ❖ **下調目標價至每股 3.27 港元，維持買入評級**。我們將公司 2017 及 2018 年的淨利潤預測分別下調 15.9% 及 7.8% 至 22.4 億港元及 26.9 億港元，以反映光伏玻璃市場所面臨的潛在挑戰，以及公司新增裝機速度下調。除上述變動以外，我們根據市場情緒將無風險收益率及風險溢價水準進行調整，並據此將 DCF 目標價自每股 3.91 港元下調至 3.27 港元，**維持買入評級**。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
營業額 (百萬港元)	4,750	6,007	7,564	9,011	10,371
淨利潤 (百萬港元)	1,206	1,986	2,236	2,694	3,180
每股收益 (人民幣)	18.5	29.4	33.1	39.9	47.1
每股收益變動 (%)	120	59	13	21	18
市盈率(x)	14.8	9.3	8.2	6.8	5.8
市帳率(x)	3.2	3.0	2.4	2.0	1.7
股息率 (%)	3.2	5.1	5.8	7.0	8.3
股本回報率 (%)	21.7	31.9	28.9	29.5	29.5
淨財務杠杆率(%)	12.6	93.7	97.2	98.2	125.1

來源：公司及招銀國際研究部

 蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

信義光能 (968 HK)

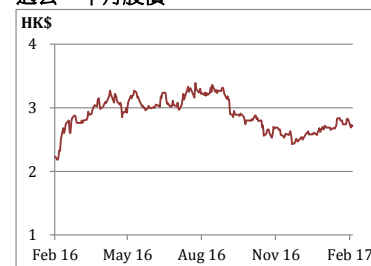
評級	買入
收市價	HK\$2.71
目標價	HK\$3.261
市值 (港幣百萬)	18,289
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	35.47
52 周高/低 (港幣)	3.40/2.115
發行股數 (百萬)	6,749
主要股東	信義玻璃(28.9%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.7%	-1.0%
3 月	1.9%	-2.0%
6 月	-15.0%	-17.9%

來源：彭博

過去一年月股價


來源：彭博

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	7,564	9,011	10,371
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,087	5,998	6,755
太陽能發電業務	313	1,050	1,728	2,189	2,710
EPC業務	526	681	749	824	906
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(4,204)	(4,894)	(5,463)
毛利	1,710	2,750	3,360	4,117	4,908
其它收入					
其它（虧損）/ 盈利淨額					
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(223)	(253)	(270)
行政開支	(318)	(321)	(371)	(438)	(500)
息稅前收益	1,410	2,448	2,915	3,575	4,288
融資成本淨額	5	9	5	7	12
合資及聯營企業	(21)	(104)	(123)	(159)	(194)
稅前利潤	1,394	2,390	2,834	3,460	4,143
所得稅	(188)	(241)	(336)	(437)	(548)
少數股東權益	-	(164)	(259)	(328)	(406)
淨利潤	1,206	1,986	2,239	2,695	3,188

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	15,418	18,293	20,991
物業、廠房及設備	7,104	11,079	14,217	16,751	19,041
預付租金	180	327	221	236	251
合資企業投資	175	392	651	979	1,386
其它非流動資產	382	385	487	329	327
流動資產	4,893	4,604	5,553	7,250	9,325
現金及現金等價物	2,869	843	1,009	1,843	3,014
應收賬款	854	2,020	4,189	4,995	5,849
存貨	199	288	280	330	372
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	75	82	91
流動負債	2,710	4,591	5,790	7,050	8,246
應付帳款	2,156	2,539	3,026	3,604	4,148
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
遞延稅項	17	-	17	17	17
少數股東權益	1,146	1,212	1,471	1,800	2,206
淨資產淨額	5,745	6,216	7,371	8,763	10,412
股東權益	5,745	6,216	7,371	8,763	10,412

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）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,915	3,575	4,288
折舊和攤銷	221	401	603	719	820
運營資金變動	(382)	(1,334)	(309)	(251)	(329)
稅務開支	(188)	(322)	(336)	(437)	(548)
其它	(211)	(185)	(210)	(220)	(205)
經營活動所得現金淨額	851	1,009	2,663	3,386	4,026
資本開支	(4,123)	(4,810)	(3,268)	(3,247)	(3,105)
聯營公司	(150)	(155)	-	-	-
其它	660	-	(223)	(184)	(194)
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,965)	(3,491)	(3,431)	(3,299)
股份發行	1,674	-	-	-	-
淨借貸	2,290	3,076	2,288	2,273	2,174
股息	(434)	(945)	(1,075)	(1,293)	(1,530)
其它	1,580	(200)	(220)	(100)	(199)
融資活動所得現金淨額	5,110	1,931	994	880	445
現金增加淨額	2,349	(2,025)	165	834	1,171
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,009	1,843
匯兌	(23)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,009	1,843	3,014
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,009	1,843	3,014

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	67.3	66.6	65.1
太陽能發電業務	6.6	17.5	22.8	24.3	26.1
EPC業務	11.1	11.3	9.9	9.1	8.7
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	44.4	45.7	47.3
稅前利率	29.3	39.8	37.5	38.4	39.9
淨利潤率	25.4	33.1	29.6	29.9	30.7
有效稅率	13.5	10.1	11.8	12.6	13.2

Balance sheet ratios

流動比率 (x)	1.8	1.0	1.0	1.0	1.1
速動比率 (x)	1.7	0.9	0.9	1.0	1.1
現金比率 (x)	1.1	0.2	0.2	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	175.3	180.5	185.1
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.3	22.7	23.4
平均應付周轉天數	196.7	263.1	249.9	247.2	259.0
債務/股本比率 (%)	52.1	89.7	101.3	106.3	106.2
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	107.8	107.1	99.8

回報率 (%)

股本回報率	21	32	30	31	31
資產回報率	10	12	11	11	11

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	18.53	29.42	33.17	39.93	47.24
每股股息 (人民幣)	8.70	14.00	15.90	19.20	22.70
每股淨值 (人民幣)	0.85	0.92	1.09	1.30	1.54

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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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，並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，並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並不時自行及/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。