

信義光能 (968 HK)

下半年，尋求潛在轉機

❖ **光伏玻璃產量如期釋放。**我們與信義光能就近期業務發展情況進行了更新。根據公司信息，新建產能已于2016年11月（在馬來西亞及蕪湖共計1,900噸/天）及2017年2月（蕪湖，1,000噸/天）投運，并分別在17年1月和4月份相繼達產。管理層預期本年內將會有3條窯爐產線進行冷修，其中首條500噸/天產線已于5月份下線，其餘兩條產線的冷修將根據下半年市場銷售情況確定。公司預期每條產線的冷修將持續6-8個月。我們測算公司2017年有效日熔量將達到5,833噸/天，較2016年增長50%。

❖ **銷售價格持續下行，但趨于穩定。**自2016年4季度開始，受公司自身及競爭對手供應增加影響，我們持續觀察到光伏玻璃的銷售價格持續下行，自2016年每平米32.5元人民幣周期性高點逐漸下滑至近幾周每平米26-27元人民幣。我們預期光伏玻璃價格將趨于穩定，基于中國及印度新增光伏裝機優于市場預期（我們預期2017年中國裝機28-30GW，印度10GW），并且雙玻組件市場滲透率逐漸提升。根據公司信息，由于近期浮法玻璃價格持續上揚，新的雙玻組件背板將采用光伏原片玻璃。前5個月原片玻璃的出貨量占公司整體光伏玻璃銷量的5-10%，略高于我們的測算，顯示光伏玻璃市場需求仍持續增加。

❖ **2017年下半年尋求潛在轉機。**我們對公司2017年起白壓花玻璃的銷售均價預期自每平米28.3元人民幣下調6.4%至26.5元人民幣。受實現價格下調影響，我們同時預期2017年光伏玻璃業務部門的毛利率將自2016年42.2%降至34.8%。在目前市場定價狀態，我們認為規模較小的競爭對手將僅能維持較薄的毛利狀態甚至處於虧損，這將迫使部分光伏玻璃生產商選擇將已經運行較長時間的光伏玻璃窯爐提前進入冷修以避免虧損擴大。基于此，我們認為光伏玻璃的銷售價格將具備向上調整的潛力，我們也將光伏玻璃市場價格在年內首次向上調整作為信義光能基本面改善的信號。

❖ **下調目標價至每股3港元，維持買入評級。**我們將2017/2018/2019年盈利預測分別下調19.8%/13.8%/16.2%，以反映我們對於光伏玻璃銷售價格預測的變化，以及公司近期股權增發後的稀釋效應（總股本擴大10%）。基于我們對於全球光伏需求較為樂觀的預期，我們維持公司較高的銷售對產出比例。根據我們的DCF估值模型，我們將信義光能的目標價自每股3.26港元下調8.0%至每股3.0港元，對應我們預測2017E/2018E預測市盈率分別為11倍及9.0倍。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
(截至12月31日)	4,750	6,007	7,346	8,663	9,661
營業額 (百萬港元)	1,206	1,986	1,937	2,476	2,822
淨利潤 (百萬港元)	18.5	29.4	28.7	36.7	41.8
每股收益 (港仙)	120	59	(2)	28	14
每股收益變動 (%)	12.4	7.8	8.0	6.3	5.5
市盈率 (x)	2.7	2.5	2.0	1.7	1.5
市帳率 (x)	3.8	6.1	6.0	7.7	8.7
股息率 (%)	21.7	31.9	24.4	27.3	27.1
股本回報率 (%)	12.6	93.7	80.6	90.4	87.9

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$3.00
(此前目標價)	HK\$3.26
潛在升幅	+30.4%
當前股價	HK\$2.30

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	17,074
3月平均流通量(百萬港元)	35.12
52周最高/低(港元)	3.29/2.27
總股本(百萬)	6,794.7

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1月	-3.0%	-4.0%
3月	-8.1%	-12.8%
6月	-7.4%	-21.9%

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	7,346	8,663	9,661
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,006	5,651	6,041
太陽能發電業務	313	1,050	1,523	2,073	2,587
EPC業務	526	681	817	939	1,033
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(4,325)	(4,779)	(5,167)
毛利	1,710	2,750	3,022	3,883	4,494
其它收入					
其它（虧損）/ 盈利淨額					
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(240)	(266)	(282)
行政開支	(318)	(321)	(362)	(423)	(469)
息稅前收益	1,410	2,448	2,569	3,345	3,893
融資成本淨額	5	9	8	13	19
合資及聯營企業	(21)	(104)	(158)	(204)	(249)
稅前利潤	1,394	2,390	2,456	3,190	3,700
所得稅	(188)	(241)	(291)	(403)	(490)
少數股東權益	-	(164)	(228)	(311)	(388)
淨利潤	1,206	1,986	1,937	2,476	2,822

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	15,052	17,920	20,610
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,770	16,319	18,623
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	620	931	1,319
其它非流動資產	382	385	#REF!	329	327
流動資產	4,893	4,604	7,149	8,670	10,401
現金及現金等價物	2,869	843	1,922	2,192	3,332
應收賬款	854	2,020	4,754	5,942	6,491
存貨	199	288	350	396	423
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	123	141	155
流動負債	2,710	4,591	5,703	6,911	7,963
應付帳款	2,156	2,539	2,939	3,465	3,865
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	1,441	1,752	2,140
淨資產淨額	5,745	6,216	8,719	9,998	11,456
股東權益	5,745	6,216	8,719	9,998	11,456

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	2,569	3,345	3,893
折舊和攤銷	221	408	631	708	811
運營資金變動	(382)	(1,334)	(992)	(658)	(172)
稅務開支	(188)	(241)	(291)	(403)	(490)
其它	(211)	(600)	(210)	(220)	(205)
經營活動所得現金淨額	851	681	1,707	2,772	3,837
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)	(930)	(1,189)	(1,354)
其它	1,580	101	10	(156)	(216)
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	2,863	929	603
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,079	269	1,140
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,922	2,192
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,922	2,192	3,332
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,922	2,192	3,332

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	68.1	65.2	62.5
太陽能發電業務	6.6	17.5	20.7	23.9	26.8
EPC業務	11.1	11.3	11.1	10.8	10.7
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	41.1	44.8	46.5
稅前利率	29.3	39.8	33.4	36.8	38.3
淨利潤率	25.4	33.1	26.4	28.6	29.2
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	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	1.7	0.9	1.2	1.2	1.3
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	228.1	217.4	226.8
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	29.6	28.5	28.9
平均應付周轉天數	196.7	263.1	248.0	244.5	258.9
債務/股本比率(%)	52.1	89.7	88.1	95.6	98.6
淨負債/股東權益比率(%)	12.6	93.7	80.6	90.4	87.9

回報率(%)

股本回報率	21	32	22	25	25
資產回報率	10	12	9	9	9

每股數據

每股盈利（人民幣 分）	18.53	29.42	27.15	33.36	38.01
每股股息（人民幣）	8.70	14.00	13.80	17.60	20.10
每股淨值（人民幣）	0.85	0.92	1.17	1.35	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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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。報告所載數據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，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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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信息，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 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。