

信義光能 (968 HK)

供需平衡趨緊

- ❖ **火熱光伏需求支撐光伏玻璃業務擴張。**我們預料 2017 年將又會是一個光伏裝機需求強勁增長的年份，需求增長的動力主要來源於中國，以及其它新興光伏裝機市場，如印度和其它東南亞國家。根據中電聯資料，2017 年前八個月中中國實現新增光伏裝機達 38.3 吉瓦。與此同時，媒體報導印度的新增光伏裝機將自 2016 年 5.4 吉瓦實現高增長，預期 2017 年前三季度達 6.1 吉瓦。我們將 2017 年全球光伏需求預測自 69 吉瓦調升 34.8% 至 93 吉瓦，對應光伏玻璃需求 5.97 億平方米，按年增長 33.8%。若將美國對光伏產品的潛在貿易紛爭納入考慮，我們保守估計未來幾年的光伏裝機需求量將穩定於 90 吉瓦以上，並預期 2016-20E 光伏裝機複合增長率將達 9.9%。我們預測同期光伏玻璃需求複合增長率將達 14.8%，快於光伏裝機增長，基於雙玻元件和雙面元件滲透率將隨光伏行業的技術進步獲得提升。我們相信光伏玻璃市場的基本面正逐步改善。
- ❖ **光伏玻璃供需平衡趨緊。**根據卓創資訊資料，中國境內的光伏玻璃在產日熔量自 2016 年 1 月 15,390 噸持續上升至 2017 年 2 月階段性高峰 21,160 噸，隨後逐漸回落。有顯著數量的光伏玻璃窯爐，因光伏玻璃售價較為低迷，以及環保督查壓力進入冷修和產線升級改造。我們相信光伏玻璃市場的供需狀況正偏向平衡趨緊，我們測算 2017 年及未來幾年的全球有效日熔量利用率將維持在 90% 以上。參考卓創資訊資料，光伏玻璃價格在 9 月初出現小幅攀升，我們認為這可以作為前瞻信號確認我們對於供需平衡趨緊的判斷。
- ❖ **產品提價可抵消材料價格上漲壓力。**自 8 月起，我們觀測到純鹼價格因環保督查因素在短期內出現大幅上漲，同時，發改委也宣佈自 9 月 1 日起調低天然氣門站價格（安徽省工業氣下調幅度為 4.6%）。我們測算信義光能將受純鹼價格波動影響，光伏玻璃每平米成本將上漲約 0.5 港元，而天然氣能源成本下降則可以帶來每平米約 0.3 港元抵消。此外根據我們對供需平衡偏緊的判斷，我們相信信義光能可以通過將光伏玻璃提價 1.2-2.3 港元/每平米將成本壓力完全傳導至下游。有別於光伏行業其它產品價格處於下降趨勢，我們相信光伏玻璃價格有望保持相對穩定，基於我們相信光伏玻璃的單位功率密度在技術變革過程中將獲得明顯提升。
- ❖ **目標價提升至 3.48 港元。**我們將光伏玻璃銷量增加及銷售均價有所提升兩重因素置入考慮，將信義光能 2017/2018/2019 淨利預測分別調升 2.0%/12.7%/13.5% 至港元 21.1/27.3/33.6 億。基於我們更新後的 DCF 模型測算，我們將信義光能的目標價自每股 3.0 港元提升 16.0% 至 3.48 港元，對應 2017E/2018E 預測市盈率為 11.8/9.5 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	4,750	6,007	9,374	10,196	12,276
淨利潤 (百萬港元)	1,206	1,986	2,106	2,725	3,359
每股收益 (港仙)	18.5	29.4	28.4	36.7	45.3
每股收益變動 (%)	120	59	(3)	29	23
市盈率(x)	14.6	9.2	9.5	7.4	6.0
市帳率(x)	3.2	2.9	2.3	1.9	1.6
股息率 (%)	3.2	5.2	5.0	6.5	8.0
股本回報率 (%)	21.7	31.9	23.9	26.0	27.2
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	74.6	85.8	75.1

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$3.48
(此前目標價)	HK\$3.00
潛在升幅	+28.9%
當前股價	HK\$2.70

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	20,044
3月平均流通量(百萬港元)	54.66
52周最高/低(港元)	3.12/2.12
總股本(百萬)	6,794.7

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1月	3.9%	5.2%
3月	18.0%	10.9%
6月	9.2%	-3.9%

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	9,374	10,196	12,276
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,421	6,321	7,847
太陽能發電業務	313	1,050	1,486	2,149	2,702
EPC業務	526	681	2,467	1,727	1,727
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(6,055)	(5,915)	(6,933)
毛利	1,710	2,750	3,319	4,282	5,343
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)	(258)	(282)	(341)
行政開支	(318)	(321)	(451)	(490)	(584)
息稅前收益	1,410	2,448	2,760	3,659	4,568
融資成本淨額	5	9	10	16	23
合資及聯營企業	(21)	(104)	(164)	(224)	(289)
稅前利潤	1,394	2,390	2,642	3,488	4,339
所得稅	(188)	(241)	(313)	(441)	(574)
少數股東權益	-	(164)	(223)	(322)	(405)
淨利潤	1,206	1,986	2,106	2,725	3,359

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	15,003	18,525	21,018
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,724	16,857	19,017
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	615	937	1,342
其它非流動資產	382	385	331	387	304
流動資產	4,893	4,604	8,126	9,602	11,753
現金及現金等價物	2,869	843	2,377	2,668	3,864
應收賬款	854	2,020	3,429	4,374	4,933
存貨	199	288	379	442	549
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	1,940	2,117	2,406
流動負債	2,710	4,591	6,517	7,654	8,938
應付帳款	2,156	2,539	3,750	4,078	4,911
關聯欠款	4	37	18	18	18
遞延稅項	75	64	60	60	60
借貸	474	1,952	2,690	3,498	3,950
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	3,133	4,767	6,348	8,233	9,288
借貸	3,116	4,714	6,277	8,162	9,217
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	1,435	1,757	2,163
淨資產淨額	5,745	6,216	8,828	10,482	12,381
股東權益	5,745	6,216	8,828	10,482	12,381

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	2,760	3,659	4,568
折舊和攤銷	225	408	650	723	865
運營資金變動	(10)	(1,271)	(740)	(913)	(39)
稅務開支	(134)	(268)	(300)	(441)	(574)
其它	(640)	(636)	(341)	(494)	(634)
經營活動所得現金淨額	851	681	2,029	2,536	4,185
資本開支	(3,644)	(4,529)	(3,302)	(3,867)	(3,036)
聯營公司	(175)	(217)	(223)	(322)	(405)
其它	206	(150)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,897)	(3,525)	(4,190)	(3,441)
股份發行	1,668	(671)	1,505	0	(0)
淨借貸	2,290	3,076	2,301	2,693	1,507
股息	(434)	(844)	(999)	(1,071)	(1,460)
其它	1,587	671	223	322	405
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	3,030	1,944	453
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,534	291	1,196
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	2,377	2,668
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	2,377	2,668	3,864
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	2,377	2,662	3,864

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	57.8	62.0	63.9
太陽能發電業務	6.6	17.5	15.9	21.1	22.0
EPC業務	11.1	11.3	26.3	16.9	14.1
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	35.4	42.0	43.5
稅前利率	29.3	39.8	28.2	34.2	35.3
淨利潤率	25.4	33.1	22.5	26.7	27.4
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	1.3	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	0.4	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	133.5	139.7	138.4
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.9	25.4	26.1
平均應付周轉天數	196.7	263.1	226.0	241.5	236.6
債務/股本比率 (%)	52.1	89.7	87.4	95.3	90.5
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	74.6	85.8	75.1

回報率 (%)

股本回報率	21	32	24	26	27
資產回報率	10	12	9	10	10

每股數據

每股盈利 (港仙)	0.19	0.29	0.30	0.37	0.45
每股股息 (港仙)	0.09	0.14	0.14	0.18	0.22
每股淨值 (港元)	0.85	0.92	1.19	1.41	1.67

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：香港中環夏愨道 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 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。