

信义光能 (968 HK)

行业下行, 产品价格受压

- ❖ **下调至持有评级。**由于中国光伏行业政策冲击导致下游需求高度不确定, 我们预计太阳能玻璃销售将受到明显影响。我们将 2018 年全年光伏玻璃平均销售价格从 28.9 元/平方米下调 6.2% 至 27.1 元/平方米, 并将 2019 年和 2020 年平均售价相应调低。我们将 2018/2019/2020 的盈利预测分别从人民币 26.28 / 34.73 / 38.85 亿元分别下调 13.0%, 25.9% 和 23.2% 至人民币 22.86 / 25.75 / 29.83 亿元。据此, 我们的 DCF 目标价由 4.21 港元下调至 3.00 港元。随着市场情绪转冷, 我们将信义光能从买入下调至持有评级。
- ❖ **光伏玻璃价格面临压力。**突然的政策冲击扭转了我们此前对于公司 2018 年实现毛利扩张的乐观前景。参考 2016 年第三季度所出现的需求断崖, 管理层预计未来 2-3 个月光伏玻璃价格下降幅度将较目前人民币 27 元/平方米下跌约 5% 左右, 即人民币 25.6 元/平方米。若出现这样的市场价格, 管理层预期处于二线光伏玻璃生产商将获进入利润微薄或陷入亏损, 而信义光能预料仍可维持 25-30% 左右的毛利水平。基于公司成本定价能力较强, 我们预料信义光能仍然能够维持出货顺畅, 从而避免库存积压。
- ❖ **产能扩张计划不变, 维释放时点或有微调。**公司计划于 2018 年 10 月, 2019 年年中和 3 季度新增投放三条日熔化能力为 1000 吨的生产线。管理层对 2018 年产线产能释放没有调整, 但可能会根据市场情况稍微调整 2019 年其余两条产线产能释放的时间节点。短期内, 我们预计信义光能将受到产品价格和盈利下滑的影响。但从长远来看, 我们预计公司将通过领先的成本效益以及逆周期扩张来增加市场份额。
- ❖ **资产负债表保持健康。**由于公司放缓了太阳能发电场的发展速度, 我们认为, 信义光能保持了健康的资产负债表, 预料净负债率低于 76% (2017 年末净负债率为 76%)。由于市场情绪转弱, 我们预计未来 2 至 3 个月光伏玻璃市场将会出现明显波动, 然后在 6-9 个月回稳。虽然我们预计光伏玻璃销售将受到冲击, 但我们认为该业务部门仍可产生相当可观的营运现金流, 这将使公司的业务可以跨越行业下行周期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万港元)	6,007	9,527	8,777	10,658	12,085
净利润(百万港元)	1,986	2,332	2,286	2,575	2,983
每股收益(港元)	0.29	0.33	0.31	0.35	0.40
每股收益变动(%)	59	11	(6)	13	16
市盈率(x)	8.9	8.1	8.5	7.6	6.5
市帐率(x)	2.9	2.2	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	5.3	5.7	5.6	6.3	7.3
股本回报率(%)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债/股东权益比率(%)	93.7	75.7	71.6	63.6	53.8

资料来源: 公司资料, 招银国际预测

持有 (下调)

目标价	HK\$3.00
(此前目标价)	HK\$4.21
潜在升幅	+12.8%
当前股价	HK\$2.66

萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	26,734
3 月平均流通量(百万港元)	72.29
52 周最高/低(港元)	3.79 / 2.12
总股本(百万)	6,748.8

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1 月	11.8%	11.3%
3 月	-0.6%	7.0%
6 月	33.3%	25.4%

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

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	8,777	10,658	12,085
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	6,011	7,589	8,702
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,880	2,095	2,312
EPC業務	681	2,307	885	973	1,071
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(5,311)	(6,670)	(7,520)
毛利	2,750	3,405	3,466	3,988	4,564
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)	(476)	(560)	(605)
息稅前收益	2,448	2,914	2,898	3,274	3,770
融資成本淨額	9	14	10	15	23
合資及聯營企業	(104)	(179)	(196)	(240)	(268)
稅前利潤	2,390	2,789	2,751	3,089	3,565
所得稅	(241)	(265)	(275)	(324)	(392)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	2,286	2,575	2,983

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	17,212	18,523	19,708
物業、廠房及設備	11,079	14,240	15,864	17,011	18,001
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	231	193	186
流動資產	4,604	7,467	8,636	10,545	12,419
現金及現金等價物	843	1,381	1,698	2,665	3,774
應收賬款	2,020	4,167	4,803	5,476	6,004
存貨	288	374	421	531	609
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,715	1,873	2,032
流動負債	4,591	6,241	5,786	6,740	7,444
應付帳款	2,539	2,941	2,759	3,425	3,909
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	2,950	3,237	3,457
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	6,955	7,623	8,138
借貸	4,714	4,787	6,884	7,552	8,067
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	13,107	14,705	16,545
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	11,358	12,766	14,415

來源：公司、招銀國際預測

现金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	2,898	3,274	3,770
折舊和攤銷	408	549	669	772	859
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(1,056)	(237)	(274)
稅務開支	(268)	(242)	(286)	(324)	(392)
其它	(636)	(158)	(337)	(374)	(395)
經營活動所得現金淨額	681	1,298	1,888	3,110	3,568
資本開支	(4,529)	(3,728)	(2,293)	(1,931)	(1,861)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	1,300	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(2,490)	(2,612)	(2,121)	(2,051)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	1,901	955	736
股息	(844)	(999)	(1,049)	(1,167)	(1,334)
其它	671	(1,137)	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	1,703	1,042	(22)	(408)
現金增加淨額	(1,984)	511	317	967	1,109
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	1,698	2,665
匯兌	(42)	26	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	1,698	2,665	3,774
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	1,698	2,665	3,774

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	68.5	71.2	72.0
太陽能發電業務	17.5	15.5	21.4	19.7	19.1
EPC業務	11.3	24.2	10.1	9.1	8.9
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	39.5	37.4	37.8
稅前利率	39.8	29.3	31.3	29.0	29.5
淨利潤率	33.1	24.5	26.0	24.2	24.7
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	0.4	0.5
平均應收周轉天數	87.3	133.8	172.5	176.0	173.4
平均存貨周轉天數	27.3	24.0	28.3	26.1	27.7
平均應付周轉天數	263.1	227.2	225.7	169.2	178.0
債務/股本比率 (%)	89.7	78.7	75.0	73.4	69.7
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	71.6	63.6	53.8

回報率 (%)

股本回報率	32	23	20	20	21
資產回報率	12	10	9	9	9

每股數據

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.31	0.35	0.40
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.15	0.17	0.19
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.53	1.72	1.94

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之分析员，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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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为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責任。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，请与我们联络。

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。