

## 信义光能 (968 HK)

### 布局走向上游，剑指 2020 年平价需求

❖ **尽管遭遇政策利空,盈利表现维持韧性。**信义光能发布了 2018 年业绩。收入录得 76.72 亿港元,同比下跌 19.5%。收入下跌主要由于 EPC 业务同比下降 62.2%,公司期内并无获得扶贫项目的 EPC 订单。光伏玻璃收入则维持稳定于 56.62 亿港元,而光伏发电收入则同比录得 30.3%增长,部分抵消 EPC 业务下滑。公司整体毛利率同比上涨 2.9 个百分点至 38.6%,毛利上涨主要由于高毛利光伏发电业务占比提升所致。主要的费用支出、财务成本以及有效税率均维持稳定,符合预期。净利润录得 18.63 亿港元,同比下跌 20.1%。尽管公司在 2018 年遭遇光伏政策调整冲击,我们认为公司的盈利表现仍然维持较强韧性。公司维持较高的股息派发率 49.1%,同时公布末期股息每股 4.2 港仙。

❖ **向上游布局,剑指平价需求。**管理层对于 2019 年光伏玻璃需求抱有信心,并给予积极展望,基于 1) 公司持续观察到光伏玻璃需求自 2018 年四季度开始增加;2) 光伏玻璃库存持续维持较低水平;以及 3) 双玻及双面组件的渗透率提升有望刺激 2.5 毫米玻璃需求。公司预期光伏平价的到来将自 2020 年开始释放巨量市场空间。为了配合市场需求放量,信义光能维持积极的产能扩张节奏,计划于 2020 年第一及第二季度分别在广西北海投产两条日熔量 1,000 吨生产线。对于北海产线布局,管理层解释新的战略性扩产主要为提前卡位占有超白沙矿资源。管理层认为对上游超白沙矿的控制将成为未来光伏玻璃行业竞争的关键。

❖ **2019 年关键:光伏玻璃销售均价及销售。**2018 年公司光伏玻璃业务毛利率为 26.2%,同比下跌 4 个百分点,测算销售均价约人民币 25 元/平方米。我们认为光伏玻璃的销售均价及销量增长将成为公司 2019 年业绩的关键项。对于产量目标,公司给予相对审慎指引,全年产量较 2018 年上调 12.1%,同时公司仍具有日熔量 1,100 吨产能处于冷修,该部分产能可以根据市场状态在 3Q19 灵活复产。在销售均价方面,我们预期光伏玻璃价格将随需求回暖逐渐回升。我们的基准销售均价情景为人民币 26 元/平方米。在此基准下,我们测算光伏玻璃销售均价每上涨 1 元对应盈利增长 8-10%。

❖ **目前正处盈利恢复转折点。**基于对 2019/20E 光伏玻璃销售均价分别上调 4.0/1.9%至每平方米人民币 26/27.5 元,我们的盈利预测也分别上调 6.0/0.6%至 21.83/28.52 亿港元。站在当前公司盈利恢复的转折点上,我们认为公司近期的股价涨幅已将估值推升至 5 年平均市盈率 1 个标准差以上。在此基础我们认为股价进一步涨幅有限,上调目标价值每股 3.52 港元,维持持有评级。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	9,527	7,672	9,294	11,105	13,162
净利润(百万港元)	2,332	1,863	2,183	2,852	3,727
每股收益(港元)	0.33	0.25	0.29	0.38	0.50
每股收益变动(%)	11	(24)	17	31	31
市盈率(x)	12.0	15.7	13.4	10.2	7.8
市帐率(x)	2.9	2.9	2.5	2.2	1.9
股息率(%)	3.8	3.1	3.6	4.7	6.1
股本回报率(%)	23.9	18.3	19.0	21.7	24.5
净负债/股东权益比率(%)	64.7	76.5	73.3	62.4	38.4

资料来源:公司资料、招银国际预测

#### 持有(维持)

目标价	HK\$3.52
(此前目标价)	HK\$2.63
潜在升幅/跌幅	-10.8%
当前股价	HK\$3.90

#### 萧小川

电话:(852) 3900 0849

邮件:robinxiao@cmbi.com.hk

#### 光伏板块

市值(百万港元)	29,878
3月平均流通量(百万港元)	65.77
52周最高/低(港元)	3.95/2.03
总股本(百万)	7492.8

资料来源:彭博

#### 股东结构

信义玻璃	28.9%
李贲义	11.4%
流通股	34.9%

资料来源:港交所

#### 股价表现

	绝对	相对
1月	15.0%	9.5%
3月	30.0%	19.8%
6月	71.8%	68.2%

资料来源:彭博

#### 过去一年股价



资料来源: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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售收入</b>	<b>9,527</b>	<b>7,672</b>	<b>9,294</b>	<b>11,105</b>	<b>13,162</b>
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	6,788	8,299	10,063
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC業務	2,307	189	246	319	415
<b>銷售成本</b>	<b>(6,122)</b>	<b>(4,711)</b>	<b>(5,818)</b>	<b>(6,765)</b>	<b>(8,052)</b>
<b>毛利</b>	<b>3,405</b>	<b>2,960</b>	<b>3,476</b>	<b>4,339</b>	<b>5,110</b>
其它收入	181	176	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(284)	(323)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(466)	(523)	(605)
<b>息稅前收益</b>	<b>2,914</b>	<b>2,443</b>	<b>2,876</b>	<b>3,643</b>	<b>4,625</b>
融資成本淨額	14	10	8	14	31
合資及聯營企業	(179)	(256)	(276)	(301)	(321)
<b>稅前利潤</b>	<b>2,789</b>	<b>2,246</b>	<b>2,652</b>	<b>3,399</b>	<b>4,378</b>
所得稅	(265)	(205)	(278)	(357)	(460)
少數股東權益	(192)	(179)	(190)	(190)	(191)
<b>淨利潤</b>	<b>2,332</b>	<b>1,863</b>	<b>2,183</b>	<b>2,852</b>	<b>3,727</b>

资料来源：公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>15,301</b>	<b>17,089</b>	<b>18,242</b>	<b>19,410</b>	<b>20,400</b>
物業、廠房及設備	14,240	15,804	16,961	17,930	18,722
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	610	800	991
其它非流動資產	264	532	338	333	329
<b>流動資產</b>	<b>7,467</b>	<b>6,803</b>	<b>8,060</b>	<b>10,123</b>	<b>12,771</b>
現金及現金等價物	1,381	784	1,126	2,145	5,101
應收賬款	4,167	4,154	4,656	5,445	4,861
存貨	374	430	509	622	755
關聯款項	-	4	-	-	-
其它流動資產	1,545	1,432	1,769	1,910	2,054
<b>流動負債</b>	<b>6,241</b>	<b>6,737</b>	<b>5,817</b>	<b>6,680</b>	<b>7,591</b>
應付帳款	2,941	2,780	2,814	3,447	4,191
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,926	3,155	3,321
其他流動負債	-	34	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,846</b>	<b>5,096</b>	<b>6,898</b>	<b>7,432</b>	<b>7,821</b>
借貸	4,787	4,997	6,827	7,361	7,750
其它應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
<b>淨資產淨額</b>	<b>11,680</b>	<b>12,059</b>	<b>13,587</b>	<b>15,420</b>	<b>17,759</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>1,559</b>	<b>1,625</b>	<b>1,815</b>	<b>2,005</b>	<b>2,196</b>
<b>股東權益</b>	<b>10,121</b>	<b>10,434</b>	<b>11,772</b>	<b>13,415</b>	<b>15,563</b>

资料来源：公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前收益</b>	<b>2,914</b>	<b>2,443</b>	<b>2,876</b>	<b>3,643</b>	<b>4,625</b>
折舊和攤銷	551	707	816	946	1,068
運營資金變動	(1,765)	(255)	(843)	(405)	1,056
稅務開支	(242)	(237)	(257)	(357)	(460)
其它	(160)	(246)	(418)	(434)	(438)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>1,298</b>	<b>2,412</b>	<b>2,173</b>	<b>3,393</b>	<b>5,851</b>
資本開支	(3,729)	(2,248)	(1,986)	(1,928)	(1,872)
聯營公司	(63)	17	(173)	(190)	(191)
其它	1,302	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,490)</b>	<b>(2,230)</b>	<b>(2,159)</b>	<b>(2,118)</b>	<b>(2,063)</b>
股份發行	2,572	(456)	-	-	-
淨借貸	1,267	837	983	763	556
股息	(999)	(1,095)	(846)	(1,209)	(1,579)
其它	(1,137)	(65)	190	190	191
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,703</b>	<b>(778)</b>	<b>327</b>	<b>(256)</b>	<b>(832)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>511</b>	<b>(597)</b>	<b>342</b>	<b>1,020</b>	<b>2,956</b>
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	1,126	2,145
匯兌	26	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,381</b>	<b>784</b>	<b>1,126</b>	<b>2,145</b>	<b>5,101</b>
受限制現金	-	-	-	-	-
<b>資產負債表現金</b>	<b>1,381</b>	<b>784</b>	<b>1,126</b>	<b>2,145</b>	<b>5,101</b>

資料来源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	73.0	74.7	76.5
太陽能發電業務	15.5	25.0	24.3	22.4	20.4
EPC業務	24.2	2.5	2.6	2.9	3.2
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	35.7	38.6	37.4	39.1	38.8
稅前利率	29.3	29.3	28.5	30.6	33.3
淨利潤率	24.5	24.3	23.5	25.7	28.3
有效稅率	9.5	9.1	10.5	10.5	10.5

**資產負債比率**

流動比率 (x)	1.2	1.0	1.4	1.5	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.3	1.4	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.7
平均應收周轉天數	118.5	197.9	173.0	166.0	142.9
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	29.4	30.5	31.2
平均應付周轉天數	163.3	221.6	175.5	168.9	173.1
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	71.8	68.2	62.3
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	73.3	62.4	38.4

**回報率 (%)**

股本回報率	23	18	19	21	24
資產回報率	10	8	8	10	11

**每股數據**

每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.29	0.37	0.49
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.14	0.18	0.24
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.54	1.75	2.03

資料来源：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。