

信義光能 (968 HK)

上半年業績略低於預期，下半年將呈強勁增長

概要。信義光能 2019 年上半年淨利潤同比下滑 21.6%，較市場預期淨利潤同比下滑 15-20% 略低。管理層對於下半年光伏玻璃的需求及價格展望表示樂觀。基於對中國市場需求集中釋放的預期，光伏玻璃售價在 9 月份存上漲動力。對於 2020 年，公司計劃光伏玻璃產量增長 42.1%，顯示出公司對未來需求的信息。基於目前信義光能的股價水平，我們認為已處合理估值區間。

- **上半年淨利潤同比下跌 21.6%。**2019 年上半年，受光伏玻璃產品銷售均價同比明顯較低以及提供較少的 EPC 服務影響，信義光能收入同比下跌 4.3% 至 39.97 億港元，公司整體毛利率也因此同比下降 3.2 個百分點至 39.3%，毛利為 15.72 億港元。主要的成本及開支均維持良好控制，管理費用方面則因為信義能源 (3868 HK) 的在 5 月份完成分拆上市有所增加。上半年公司錄得淨利潤 9.53 億港元，同比下跌 21.6%，每股盈利 12.07 港仙。公司宣布上半年派發股息 5.5 港仙，維持慷慨的派息率於 45.6%。
- **下半年光伏玻璃展望樂觀。**上半年光伏玻璃出貨量同比增長 13.6%，但銷售均價同比則下跌了約 10%。光伏玻璃毛利也因此同比下跌了 6.1 百分點至 27.3%。管理層表示光伏玻璃毛利率自 2019 年 1 季度開始處於逐漸恢復的軌道之中。對於下半年，公司認為國內光伏需求將在 4 季度集中釋放，據此將全年的光伏玻璃產量指引提升 1.9% 至 244 萬噸。我們預期下半年光伏玻璃出貨量將環比增長 15%。基於目前行業庫存僅 2 周左右，管理層預期光伏玻璃將隨國內出貨需求啟動在 9 月存上調可能。
- **產能擴張如期進行。**信義光能維持在 2020 年每個季度新增 1 條日熔量 1000 噸光伏玻璃產綫計劃。更新後的產量指引顯示公司 2020 年有效產能增長將達 42.1%。此外，在光伏電站方面，公司獲得了 70 兆瓦競價及 470 兆瓦平價項目。管理層計劃在 2020 年新增約 1GW 光伏裝機規模。
- **維持持有評級。**基於中期業績情況，及對於下半年人民幣匯率預期假設更新，我們將信義光能 2019-21 財年的每股盈利預測分別下調 7.0%/7.0%/7.6% 至每股 0.28/0.31/0.44 港元。我們的 DCF 目標價略微上調 2% 至每股 4.08 港元。公司目前交易估值為 2019/20 年前瞻市盈率人比 15.7/13.8 倍，我們認為公司目前已處合理估值區間。維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬港元)	9,527	7,672	8,952	11,791	14,960
同比增長 (%)	58.6	(19.5)	16.7	31.7	26.9
淨利潤 (百萬港元)	2,332	1,863	2,216	2,533	3,558
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.28	0.31	0.44
每股盈利變動 (%)	11	(24)	12	13	41
市盈率 (倍)	13.4	17.5	15.7	13.8	9.9
市帳率 (倍)	3.2	3.2	2.7	2.4	2.1
股息率 (%)	3.4	2.8	3.1	3.5	4.9
權益收益率 (%)	23.9	18.3	17.2	17.6	21.6
淨負債率 (%)	64.7	76.5	41.3	47.8	33.1

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有 (維持)

目標價	HK\$4.08
(此前目標價)	HK\$4.00
潛在升幅	-3.8%
當前股價	HK\$4.24

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 1234
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	34,246
3 月平均流通量(百萬港元)	141.0
52 周內股價高/低(港元)	4.58/2.03
總股本(百萬)	8058

資料來源：彭博

股東結構

信義集團 (玻璃)	26.5%
李賢義及一致行動人	34.3%
流通股	39.2%

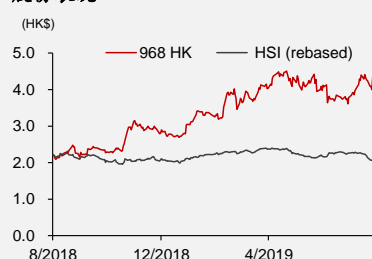
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.7%	29.0%
3-月	-1.8%	8.0%
6-月	30.8%	41.9%
12-月	83.2%	100.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：PwC

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	8,952	11,791	14,960
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	6,521	9,084	11,989
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC 業務	2,307	189	170	221	287
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,128)	(7,236)	(9,497)
毛利	3,405	2,960	3,824	4,555	5,463
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)	(303)	(418)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(453)	(549)	(674)
息稅前收益	2,914	2,443	3,218	3,739	4,909
融資成本淨額	14	10	23	39	48
合資及聯營企業	(179)	(256)	(278)	(317)	(351)
額外其它	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,789	2,246	3,006	3,504	4,649
所得稅	(265)	(205)	(316)	(368)	(488)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
淨利潤	2,332	1,863	2,216	2,533	3,558

現金流量表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,914	2,443	3,218	3,739	4,909
折舊和攤銷	551	707	836	1,038	1,217
運營資金變動	(1,765)	(255)	(877)	(412)	1,177
稅務開支	(242)	(237)	(295)	(368)	(488)
其它	(160)	(246)	(690)	(838)	(863)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,412	2,191	3,159	5,952
資本開支	(3,729)	(2,248)	(2,386)	(3,528)	(3,072)
聯營公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其它	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,843)	(4,131)	(3,675)
股份發行	2,572	(456)	1,200	-	-
淨借貸	1,267	837	1,183	1,403	916
股息	(999)	(1,095)	(854)	(1,140)	(1,462)
其它	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	4,453	866	57
現金增加淨額	511	(597)	3,802	(105)	2,333
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	4,586	4,481
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	784	4,586	4,481	6,814

資產負債表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	15,301	17,089	18,936	22,114	24,539
物業、廠房及設備	14,240	15,804	17,341	19,818	21,661
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	894	1,497	2,100
其它非流動資產	264	532	368	453	419
流動資產	7,467	6,803	11,388	12,654	15,033
現金及現金等價物	1,381	784	4,586	4,481	6,814
應收賬款	4,167	4,154	4,555	5,597	5,285
存貨	374	430	489	681	899
關聯款項	-	4	-	-	-
其它流動資產	1,545	1,432	1,758	1,895	2,035
流動負債	6,241	6,737	5,740	7,206	8,670
應付帳款	2,941	2,780	2,677	3,722	4,911
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,986	3,407	3,681
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	7,038	8,020	8,661
借貸	4,787	4,997	6,967	7,949	8,590
其它應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,680	12,059	17,546	19,542	22,241
少數股東權益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股東權益	10,121	10,434	12,997	14,390	16,486

主要比率

年結: 12/31	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	72.9	77.0	80.1
太陽能發電業務	15.5	25.0	25.2	21.1	17.9
EPC 業務	24.2	2.5	1.9	1.9	1.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.7	38.6	42.7	38.6	36.5
稅前利率	29.3	29.3	33.6	29.7	31.1
淨利潤率	24.5	24.3	24.8	21.5	23.8
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	2.0	1.8	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.9	1.7	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.8	0.6	0.8
平均應收周轉天數	118.5	197.9	177.5	157.1	132.8
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	32.7	29.5	30.4
平均應付周轉天數	163.3	221.6	194.2	161.4	165.9
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	56.7	58.1	55.2
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	41.3	47.8	33.1
回報率 (%)					
股本回報率	23.0	17.9	17.1	17.6	21.6
資產回報率	10.2	7.8	7.3	7.3	9.0
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.28	0.31	0.44
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.13	0.15	0.21
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.62	1.79	2.05

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。

本報告基於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投資銀行相關業務聯繫。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。