

信义光能 (968 HK)

稳健基本面支持股价反弹潜力

我们与公司就新型冠状病毒肺炎所造成的影响进行了沟通。信义光能因节后复工延迟至2月10号所造成的生产影响有限，公司在春节假期依然维持光伏玻璃正常生产。在下游需求方面，目前阶段我们看到光伏玻璃价格维持稳定，同时公司仍有空间通过建立库存方式吸收疫情期间的短期影响，我们认为下游需求扰动相对较小。新增产能投放或将因此略微延期，料将影响2020年上半年新增供应。总的来说，我们认为公司的基本面大致稳定，较强的基本面有望支持股价反弹。

■ **春节期间维持生产。**根据安徽省政府对于疫情控制的指引，公司将春假假期复工的时间延迟至2月10号。基于光伏玻璃窑炉生产的连续性要求以及公司较高的自动化生产水平，公司在春节假期维持正常生产。根据管理层信息，二月份光伏玻璃的定价将在复工后确定，但在目前阶段公司预期价格维持稳定。参考卓创资讯信息，2月3日一家江苏的光伏玻璃生产企业提供报价显示3.2/2.0-2.5毫米规格的光伏玻璃价格分别为人民币29.5/28元/平方米，尽管受疫情影响，价格展望依旧稳定。

■ **下游需求影响较小。**公司目前对下游需求波动并不特别担心，因1)部分下游组件厂商在春节期间维持生产，以及2)多数组件厂商在2月3号及10号开始恢复生产。管理层透露节前行业平均的库存水平在1-2周，隐含供应仍处于偏紧态势。我们认为信义光能及同业仍有空间通过建立库存方式来消化10-15天的产出，同时在目前阶段我们认为疫情对于下游需求的影响较小。

■ **新建产能或将略微延迟。**公司将在2020年第二及第三季度投产四条日熔量1,000吨的新建产能。我们认为这几条新的生产线或将因延期复工及交通管制等原因略微延期。我们同时观察到部分厂商将冷修点火的时间推迟到4月。我们认为2020年上半年新增产能释放将非常有限，从而使光伏玻璃供应维持偏紧局面。

■ **基本面大致维持稳定，重申买入评级。**公司股价自春节前每股6.32港元历史高位因新冠病毒疫情而回落8.7%。我们相信光伏玻璃行业及信义光能的基本面在目前阶段仍旧稳健，股价回落创造了较好的买入时机。我们对公司重申买入评级，目标价维持每股6.62港元不变。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万港元)	9,527	7,672	9,492	12,054	16,024
同比增长(%)	58.6	(19.5)	23.7	27.0	32.9
净利润(百万港元)	2,332	1,863	2,500	3,417	4,569
每股盈利(港元)	0.33	0.25	0.31	0.42	0.57
每股盈利变动(%)	11	(24)	26	35	34
市盈率(倍)	16.9	22.1	17.5	13.0	9.7
市帐率(倍)	4.0	4.0	3.4	2.9	2.5
股息率(%)	2.7	2.2	2.7	3.7	4.9
权益收益率(%)	23.9	18.3	19.2	22.5	25.6
净负债率(%)	64.7	76.5	35.1	48.9	33.2

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$6.62
(此前目标价)	HK\$6.62)
潜在升幅	+14.7%
当前股价	HK\$5.77

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 1234

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	46,633
3月平均流通量(百万港元)	150.3
52周内股价高/低(港元)	6.32/3.14
总股本(百万)	8.082

资料来源：彭博

股东结构

信义集团(玻璃)	24.1%
李贤义及一致行动人	32.1%
流通股	43.5%

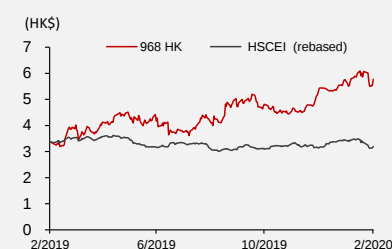
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.0%	5.2%
3-月	24.3%	28.6%
6-月	30.1%	31.1%
12-月	64.1%	76.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	9,492	12,054	16,024
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	7,079	9,437	12,816
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,243	2,396	2,920
EPC 業務	2,307	189	170	221	287
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,313)	(6,509)	(8,854)
毛利	3,405	2,960	4,180	5,545	7,170
其他收入	181	176	155	155	155
其他 (虧損) / 盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(326)	(408)	(553)
行政開支	(433)	(413)	(474)	(559)	(714)
息稅前收益	2,914	2,443	3,530	4,728	6,053
融資成本淨額	14	10	25	40	48
合資及聯營企業	(179)	(256)	(276)	(320)	(366)
額外其他	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,789	2,246	3,323	4,492	5,778
所得稅	(265)	(205)	(349)	(472)	(607)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
淨利潤	2,332	1,863	2,500	3,417	4,569

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	3,530	4,728	6,053
折舊和攤銷	551	707	836	1,012	1,258
運營資金變動	(1,765)	(255)	(754)	(744)	1,182
稅務開支	(242)	(237)	(328)	(472)	(607)
其他	(160)	(348)	(584)	(840)	(878)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,310	2,700	3,685	7,009
資本開支	(3,729)	(2,248)	(1,997)	(5,063)	(3,589)
聯營公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其他	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,454)	(5,666)	(4,192)
股份發行	2,572	(456)	1,200	-	-
淨借貸	1,267	837	989	2,017	1,071
股息	(999)	(1,095)	(922)	(1,420)	(1,917)
其他	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	4,191	1,200	(243)
現金增加淨額	511	(698)	4,437	(781)	2,574
年初現金及現金等價物	843	1,381	682	5,119	4,338
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	682	5,119	4,338	6,912

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	18,518	23,402	26,226
物業、廠房及設備	14,240	15,804	16,953	20,991	23,310
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	894	1,497	2,100
其他非流動資產	264	532	339	568	458
流動資產	7,467	6,803	12,049	12,746	15,626
現金及現金等價物	1,381	784	5,119	4,338	6,912
應收賬款	4,167	4,154	4,685	5,632	5,459
存貨	374	430	531	708	961
關聯款項	-	4	-	-	-
其他流動資產	1,545	1,432	1,715	2,068	2,294
流動負債	6,241	6,737	5,905	7,474	9,173
應付帳款	2,941	2,780	2,900	3,863	5,241
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,927	3,533	3,854
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	6,902	8,314	9,063
借貸	4,787	4,997	6,831	8,243	8,992
其他應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,680	12,059	17,761	20,361	23,616
少數股東權益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股東權益	10,121	10,434	13,212	15,209	17,861

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	74.6	78.3	80.0
太陽能發電業務	15.5	25.0	23.6	19.9	18.2
EPC 業務	24.2	2.5	1.8	1.8	1.8
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	44.0	46.0	44.7
稅前利率	29.3	29.3	35.0	37.3	36.1
淨利潤率	24.5	24.3	26.3	28.3	28.5
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	1.7	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	2.0	1.6	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.9	0.6	0.8
平均應收周轉天數	118.5	197.9	169.9	156.2	126.3
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	33.0	34.7	34.4
平均應付周轉天數	163.3	221.6	195.1	189.6	187.7
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	54.9	57.8	54.4
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	35.1	48.9	33.2
回報率 (%)					
股本回報率	23.0	17.9	18.9	22.5	25.6
資產回報率	10.2	7.8	8.2	9.5	10.9
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.31	0.42	0.57
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.15	0.20	0.27
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.63	1.88	2.21

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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策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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。