

信义光能 (968 HK)

加速产能扩张

概要。由于全球光伏需求放量，信义光能加强产能扩张以提升市场份额，管理层计划在2020年将日熔量提升58.8%。对于2019年下半年，受惠于国内需求复苏而带来较为强劲的需求支持，我们认为光伏玻璃价格将具备较强的支撑。但在2020及2021年，随着新增产能逐步释放，光伏玻璃价格将承受一定压力。在政策不利因素解除，以及信义能源分拆上市两项因素刺激下，我们认为市场对于信义光能的情绪将逐步提振。公司目前估值为2019年预测市盈率13.6倍，我们认为属合理水平。

■ **政策不明朗因素移除。**国家能源局最近发布最新的光伏电价基准，并确定了2019年光伏补贴总规模30亿元人民币。此外，国家能源局亦下发了光伏平价上网发电装机容量共14.78吉瓦。我们相信中国政府最终的竞价准则快将出台，从而推动2019年下半年新增装机增长。我们预计2019年全球光伏装机将达到120吉瓦以上，同比增长16.5%。

■ **光伏玻璃产能加速扩张。**管理层原期望分别在2020年一及二季度在广西北海增加两条日熔量1,000吨产能，近期又在原计划的基础上在2020年下半年在安徽芜湖新增日熔量2,000吨产能。至2020年底，信义光能的日熔量将提升58.8%。我们测算2020/21年公司的有效熔量将分别提升37.2%/34.4%，而实际出货量将超越熔量增长，主要因双玻渗透率提升将使光伏玻璃产出量在日熔量提升的基础上进一步增加。

■ **信义能源的分拆有助释放产能扩张空间。**信义能源(3868 HK)分拆上市计划在过去数周的执行过程进展顺利。根据最新市场讯息，信义能源将以1.94港元招股价发行18.8亿股，预计募集资金36.5亿港元。根据公司预设的派息率，我们测算招股价相当于信义能源2019/20年分别约7.1%/9.1%的股息率。分拆完成后，信义能源将仍然作为光伏电站运营子公司并入信义光能报表，我们预期该分拆将显著改善信义光能的负债率，增厚股本金，并释放信义光能在光伏业务端的增长潜力。

■ **估值合理。**我们就信义光能2019-21年光伏玻璃平均售价调整预测1.9%/-4.4%/-5.5%，以反映2019年下半年强劲的光伏玻璃需求，以及2020/21年的预测产量释放。随着双玻组件渗透率逐渐提升，我们认为信义光能能够在均价下跌的情形下仍然享有稳定的光伏玻璃毛利率。我们将2019-21年每股盈利预测修正3.1%/-8.4%/-2.3%，并将DCF目标价从3.52港元上调至4.00港元。目标价显示信义光能目前估值合理。维持持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	9,527	7,672	9,159	11,373	14,714
同比增长(%)	58.6	(19.5)	19.4	24.2	29.4
净收入(百万元人民币)	2,332	1,863	2,382	2,725	3,851
每股盈利(人民币)	0.33	0.25	0.30	0.34	0.48
每股盈利变动(%)	11	(24)	20	13	41
市盈率(倍)	12.5	16.4	13.6	12.0	8.5
市帐率(倍)	3.0	3.0	2.5	2.2	1.9
股息率(%)	3.7	3.0	3.5	4.0	5.6
权益收益率(%)	23.9	18.3	18.3	18.6	22.8
不良贷款率(%)	64.7	76.5	40.0	46.0	30.3

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (维持)

目标价	HK\$4.00
(此前目标价)	HK\$3.52
潜在升幅	-2.0%
当前股价	HK\$4.08

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	32,833
3月平均流通量(百万港元)	156.1
52周内股价高/低(港元)	4.58/2.03
总股本(百万)	7,660

资料来源：彭博

股东结构

信义集团(玻璃)有限公司	26.5%
李贤义及一致行动人	34.3%
自由流通	35.6%

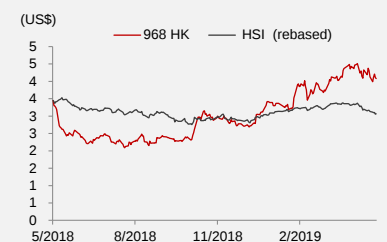
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.4%	-0.7%
3-月	4.6%	3.5%
6-月	41.7%	28.7%
12-月	15.9%	12.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

近期报告

- “中国可再生能源行业-中国正式发布配额制”-2019年5月16日
- “信义光能(968 HK)-布局走向上游，剑指2020平价需求”-2019年2月26日
- “信义光能(968 HK)-下半年面临短期阵痛”-2018年7月31日

财务分析

利润表

年结 12 月 31 日 (百万港元)	FY17	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	9,527	7,672	9,159	11,373	14,714
光伏玻璃销售	5,746	5,562	6,653	8,568	11,616
太阳能发电业务	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC 业务	2,307	189	246	319	415
销售成本	(6,122)	(4,711)	(5,144)	(6,659)	(8,935)
毛利	3,405	2,960	4,015	4,714	5,779
其它收入	181	176	155	155	155
其它 (亏损) / 盈利净额	0	(8)	(5)	(5)	(5)
销售及营销开支	(239)	(271)	(301)	(379)	(30)
行政开支	(433)	(413)	(461)	(533)	(665)
息税前收益	2,914	2,443	3,403	3,952	5,234
融资成本净额	14	10	23	40	50
合资及联营企业	(179)	(256)	(278)	(317)	(351)
额外其它	-	-	-	-	-
税前利润	2,789	2,246	3,191	3,718	4,976
所得税	(265)	(205)	(335)	(390)	(522)
少数股东权益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
净利润	2,332	1,863	2,382	2,725	3,851

现金流量表

年结 12 月 31 日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	2,914	2,443	3,403	3,952	5,234
折旧和摊销	551	707	836	1,013	1,217
运营资金变动	(1,765)	(255)	(883)	(465)	1,182
税务开支	(242)	(237)	(314)	(390)	(522)
其它	(160)	(246)	(690)	(837)	(861)
经营活动所得现金净额	1,298	2,412	2,352	3,273	6,249
资本开支	(3,729)	(2,248)	(2,386)	(3,528)	(3,072)
联营公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其它	1,302	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,490)	(2,230)	(2,843)	(4,131)	(3,675)
股份发行	2,572	(456)	1,200	-	-
净借贷	1,267	837	1,183	1,403	916
股息	(999)	(1,095)	(893)	(1,226)	(1,578)
其它	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融资活动所得现金净额	1,703	(778)	4,413	780	(59)
现金增加净额	511	(597)	3,923	(77)	2,515
年初现金及现金等价物	843	1,381	784	4,706	4,629
汇兑	26	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,381	784	4,706	4,629	7,144

资产负债表

年结 12 月 31 日 (百万港元)	FY17	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	15,30	17,089	18,936	22,139	24,564
物业、厂房及设备	14,24	15,804	17,341	19,843	21,686
预付租金	344	320	333	346	358
合资企业投资	453	433	894	1,497	2,100
其它非流动资产	264	532	368	453	419
流动资产	7,467	6,803	11,597	12,694	15,318
现金及现金等价物	1,381	784	4,706	4,629	7,144
应收账款	4,167	4,154	4,622	5,512	5,249
存货	374	430	499	643	871
关联款项	-	4	-	-	-
其它流动资产	1,545	1,432	1,769	1,910	2,054
流动负债	6,241	6,737	5,823	7,039	8,571
应付账款	2,941	2,780	2,759	3,555	4,812
关联欠款	67	102	18	18	18
递延税项	88	48	60	60	60
借贷	3,145	3,773	2,986	3,407	3,681
其他流动负债	-	34	-	-	-
非流动负债	4,846	5,096	7,038	8,020	8,661
借贷	4,787	4,997	6,967	7,949	8,590
其它应付	59	89	54	54	54
递延税项	-	11	17	17	17
净资产净额	11,68	12,059	17,672	19,774	22,649
少数股东权益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股东权益	10,12	10,434	13,123	14,622	16,894

主要比率

年结 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
光伏玻璃销售	60.3	72.5	72.6	75.3	78.9
太阳能发电业务	15.5	25.0	24.7	21.9	18.2
EPC 业务	24.2	2.5	2.7	2.8	2.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.7	38.6	43.8	41.4	39.3
税前利率	29.3	29.3	34.8	32.7	33.8
净利润率	24.5	24.3	26.0	24.0	26.2
有效税率	9.5	9.1	10.5	10.5	10.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.0	2.0	1.8	1.8
速动比率 (x)	1.1	0.9	1.9	1.7	1.7
现金比率 (x)	0.2	0.1	0.8	0.7	0.8
平均应收周转天数	118.5	197.9	174.9	162.6	133.5
平均存货周转天数	19.7	31.1	32.9	31.3	30.9
平均应付周转天数	163.3	221.6	196.5	173.0	170.9
债务/股本比率 (%)	67.9	72.7	56.3	57.4	54.2
净负债/股东权益比率 (%)	64.7	76.5	40.0	46.0	30.3
回报率 (%)					
股本回报率	23.0	17.9	18.2	18.6	22.8
资产回报率	10.2	7.8	7.8	7.8	9.7
每股数据					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.30	0.34	0.48
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.14	0.16	0.23
每股净值 (港元)	1.36	1.36	1.63	1.82	2.10

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

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风险。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。