

# 信义光能 (968 HK)

## 上半年业绩略低于预期，下半年将呈强劲增长

**概要。**信义光能 2019 年上半年净利润同比下滑 21.6%，较市场预期净利润同比下滑 15-20% 略低。管理层对于下半年光伏玻璃的需求及价格展望表示乐观。基于对中国市场需求集中释放的预期，光伏玻璃售价在 9 月份存上涨动力。对于 2020 年，公司计划光伏玻璃产量增长 42.1%，显示出公司对未来需求的信息。基于目前信义光能的股价水平，我们认为已处合理估值区间。

- **上半年净利润同比下跌 21.6%。**2019 年上半年，受光伏玻璃产品销售均价同比明显较低以及提供较少的 EPC 服务影响，信义光能收入同比下跌 4.3% 至 39.97 亿港元，公司整体毛利率也因此同比下降 3.2 个百分点至 39.3%，毛利为 15.72 亿港元。主要的成本及开支均维持良好控制，管理费用方面则因为信义能源 (3868 HK) 的在 5 月份完成分拆上市有所增加。上半年公司录得净利润 9.53 亿港元，同比下跌 21.6%，每股盈利 12.07 港仙。公司宣布上半年派发股息 5.5 港仙，维持慷慨的派息率于 45.6%。
- **下半年光伏玻璃展望乐观。**上半年光伏玻璃出货量同比增长 13.6%，但销售均价同比则下跌了约 10%。光伏玻璃毛利也因此同比下跌了 6.1 个百分点至 27.3%。管理层表示光伏玻璃毛利率自 2019 年 1 季度开始处于逐渐恢复的轨道之中。对于下半年，公司认为国内光伏需求将在 4 季度集中释放，据此将全年的光伏玻璃产量指引提升 1.9% 至 244 万吨。我们预期下半年光伏玻璃出货量将环比增长 15%。基于目前行业库存仅 2 周左右，管理层预期光伏玻璃将随国内出货需求启动在 9 月存上调可能。
- **产能扩张如期进行。**信义光能维持在 2020 年每个季度新增 1 条日容量 1000 吨光伏玻璃产线计划。更新后的产量指引显示公司 2020 年有效产能增长将达 42.1%。此外，在光伏电站方面，公司获得了 70 兆瓦竞价及 470 兆瓦平价项目。管理层计划在 2020 年新增约 1GW 光伏装机规模。
- **维持持有评级。**基于中期业绩情况，及对于下半年人民币汇率预期假设更新，我们将信义光能 2019-21 财年的每股盈利预测分别下调 7.0%/7.0%/7.6% 至每股 0.28/0.31/0.44 港元。我们的 DCF 目标价略微上调 2% 至每股 4.08 港元。公司目前交易估值为 2019/20 年前瞻市盈率人比 15.7/13.8 倍，我们认为公司目前已处合理估值区间。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(百万港元)	9,527	7,672	8,952	11,791	14,960
同比增长 (%)	58.6	(19.5)	16.7	31.7	26.9
净利润(百万港元)	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
每股盈利变动 (%)	11	(24)	12	13	41
市盈率(倍)	13.4	17.5	15.7	13.8	9.9
市帐率(倍)	3.2	3.2	2.7	2.4	2.1
股息率 (%)	3.4	2.8	3.1	3.5	4.9
权益收益率 (%)	23.9	18.3	17.2	17.6	21.6
净负债率 (%)	64.7	76.5	41.3	47.8	33.1

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 持有 (维持)

目标价	HK\$4.08
(此前目标价)	HK\$4.00
潜在升幅	-3.8%
当前股价	HK\$4.24

### 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)	34,246
3 月平均流通量(百万港元)	141.0
52 周内股价高/低(港元)	4.58/2.03
总股本(百万)	8058

资料来源：彭博

#### 股东结构

信义集团(玻璃)	26.5%
李贤义及一致行动人	34.3%
流通股	39.2%

资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.7%	29.0%
3-月	-1.8%	8.0%
6-月	30.8%	41.9%
12-月	83.2%	100.3%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

#### 审计师：PwC

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 财务分析

### 利润表

年結：12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售收入</b>	<b>9,527</b>	<b>7,672</b>	<b>8,952</b>	<b>11,791</b>	<b>14,960</b>
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
<b>銷售成本</b>	<b>(6,122)</b>	<b>(4,711)</b>	<b>(5,128)</b>	<b>(7,236)</b>	<b>(9,497)</b>
<b>毛利</b>	<b>3,405</b>	<b>2,960</b>	<b>3,824</b>	<b>4,555</b>	<b>5,463</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)	(303)	(418)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(453)	(549)	(674)
<b>息稅前收益</b>	<b>2,914</b>	<b>2,443</b>	<b>3,218</b>	<b>3,739</b>	<b>4,909</b>
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	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,789</b>	<b>2,246</b>	<b>3,006</b>	<b>3,504</b>	<b>4,649</b>
所得稅	(265)	(205)	(316)	(368)	(488)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
<b>淨利潤</b>	<b>2,332</b>	<b>1,863</b>	<b>2,216</b>	<b>2,533</b>	<b>3,558</b>

### 現金流量表

年結：12/31 (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>3,218</b>	<b>3,739</b>	<b>4,909</b>
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)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>1,298</b>	<b>2,412</b>	<b>2,191</b>	<b>3,159</b>	<b>5,952</b>
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	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,490)</b>	<b>(2,230)</b>	<b>(2,843)</b>	<b>(4,131)</b>	<b>(3,675)</b>
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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,703</b>	<b>(778)</b>	<b>4,453</b>	<b>866</b>	<b>57</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>511</b>	<b>(597)</b>	<b>3,802</b>	<b>(105)</b>	<b>2,333</b>
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	4,586	4,481
匯兌	26	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,381</b>	<b>784</b>	<b>4,586</b>	<b>4,481</b>	<b>6,814</b>

### 资产负债表

年結：12/31 (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>18,936</b>	<b>22,114</b>	<b>24,539</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>7,467</b>	<b>6,803</b>	<b>11,388</b>	<b>12,654</b>	<b>15,033</b>
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
<b>流動負債</b>	<b>6,241</b>	<b>6,737</b>	<b>5,740</b>	<b>7,206</b>	<b>8,670</b>
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	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,846</b>	<b>5,096</b>	<b>7,038</b>	<b>8,020</b>	<b>8,661</b>
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
<b>淨資產淨額</b>	<b>11,680</b>	<b>12,059</b>	<b>17,546</b>	<b>19,542</b>	<b>22,241</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>1,559</b>	<b>1,625</b>	<b>4,549</b>	<b>5,152</b>	<b>5,755</b>
<b>股東權益</b>	<b>10,121</b>	<b>10,434</b>	<b>12,997</b>	<b>14,390</b>	<b>16,486</b>

### 主要比率

年結：12/31	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>資產負債比率</b>					
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
<b>回報率(%)</b>					
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
<b>每股數據</b>					
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

资料来源：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个人。