

信義光能 (968 HK)

行業下行, 產品價格受壓

❖ **下調至持有評級。**由于中國光伏行業政策衝擊導致下游需求高度不確定, 我們預計太陽能玻璃銷售將受到明顯影響。我們將 2018 年全年光伏玻璃平均銷售價格從 28.9 元/平方米下調 6.2% 至 27.1 元/平方米, 並將 2019 年和 2020 年平均售價相應調低。我們將 2018/2019/2020 的盈利預測分別從人民幣 26.28 / 34.73 / 38.85 億元分別下調 13.0%, 25.9% 和 23.2% 至人民幣 22.86 / 25.75 / 29.83 億元。據此, 我們的 DCF 目標價由 4.21 港元下調至 3.00 港元。隨著市場情緒轉冷, 我們將信義光能從買入下調至持有評級。

❖ **光伏玻璃價格面臨壓力。**突然的政策衝擊扭轉了我們此前對於公司 2018 年實現毛利擴張的樂觀前景。參考 2016 年第三季度所出現的需求斷崖, 管理層預計未來 2-3 個月光伏玻璃價格下降幅度將較目前人民幣 27 元/平方米下跌約 5% 左右, 即人民幣 25.6 元/平方米。若出現這樣的市場價格, 管理層預期處於二線光伏玻璃生產商將獲進入利潤微薄或陷入虧損, 而信義光能預料仍可維持 25-30% 左右的毛利水平。基于公司成本定價能力較強, 我們預料信義光能仍然能夠維持出貨順暢, 從而避免庫存積壓。

❖ **產能擴張計劃不變, 維釋放時點或有微調。**公司計劃于 2018 年 10 月, 2019 年年中和 3 季度新增投放三條日熔能力為 1000 噸的生產線。管理層對 2018 年產線產能釋放沒有調整, 但可能會根據市場情況稍微調整 2019 年其餘兩條產線產能釋放的時間節點。短期內, 我們預計信義光能將受到產品價格和盈利下滑的影響。但從長遠來看, 我們預計公司將通過領先的成本效益以及逆周期擴張來增加市場份額。

❖ **資產負債表保持健康。**由于公司放緩了太陽能發電場的發展速度, 我們認為, 信義光能保持了健康的資產負債表, 預料淨負債率低于 76% (2017 年末淨負債率為 76%)。由于市場情緒轉弱, 我們預計未來 2 至 3 個月光伏玻璃市場將會出現明顯波動, 然後在 6-9 個月回穩。雖然我們預計光伏玻璃銷售將受到衝擊, 但我們認為該業務部門仍可產生相當可觀的營運現金流, 這將使公司的業務可以跨越行業下行周期。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	2017A	2018E	2019E	2020E
營業額 (百萬港元)	6,007	9,527	8,777	10,658	12,085
淨利潤 (百萬港元)	1,986	2,332	2,286	2,575	2,983
每股收益 (港元)	0.29	0.33	0.31	0.35	0.40
每股收益變動 (%)	59	11	(6)	13	16
市盈率 (x)	8.9	8.1	8.5	7.6	6.5
市帳率 (x)	2.9	2.2	1.7	1.5	1.4
股息率 (%)	5.3	5.7	5.6	6.3	7.3
股本回報率 (%)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	71.6	63.6	53.8

資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

持有 (下調)

目標價	HK\$3.00
(此前目標價)	HK\$4.21
潛在升幅	+12.8%
當前股價	HK\$2.66

蕭小川

電話: (852) 3900 0849

郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值 (百萬港元)	26,734
3 月平均流通量 (百萬港元)	72.29
52 周最高/低 (港元)	3.79 / 2.12
總股本 (百萬)	6,748.8

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	11.8%	11.3%
3 月	-0.6%	7.0%
6 月	33.3%	25.4%

來源: 彭博

股東結構

信義玻璃	28.9%
李賢義	11.4%
流動股	34.9%

來源: 港交所

過去一年股價



來源: 彭博

審計師: 普華永道

公司網站: www.xinyisolar.com

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	6,007	9,527	8,777	10,658	12,085
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	6,011	7,589	8,702
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,880	2,095	2,312
EPC業務	681	2,307	885	973	1,071
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(5,311)	(6,670)	(7,520)
毛利	2,750	3,405	3,466	3,988	4,564
其它收入	176	181	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	8	0	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(164)	(239)	(242)	(304)	(339)
行政開支	(321)	(433)	(476)	(560)	(605)
息稅前收益	2,448	2,914	2,898	3,274	3,770
融資成本淨額	9	14	10	15	23
合資及聯營企業	(104)	(179)	(196)	(240)	(268)
稅前利潤	2,390	2,789	2,751	3,089	3,565
所得稅	(241)	(265)	(275)	(324)	(392)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	2,286	2,575	2,983

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,182	15,301	17,212	18,523	19,708
物業、廠房及設備	11,079	14,240	15,864	17,011	18,001
預付租金	327	344	343	355	367
合資企業投資	392	453	774	964	1,154
其它非流動資產	385	264	231	193	186
流動資產	4,604	7,467	8,636	10,545	12,419
現金及現金等價物	843	1,381	1,698	2,665	3,774
應收賬款	2,020	4,167	4,803	5,476	6,004
存貨	288	374	421	531	609
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,715	1,873	2,032
流動負債	4,591	6,241	5,786	6,740	7,444
應付帳款	2,539	2,941	2,759	3,425	3,909
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	2,950	3,237	3,457
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	6,955	7,623	8,138
借貸	4,714	4,787	6,884	7,552	8,067
其它應付	54	59	54	54	54
遞延稅項	-	-	17	17	17
淨資產淨額	7,428	11,680	13,107	14,705	16,545
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	11,358	12,766	14,415

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	2,898	3,274	3,770
折舊和攤銷	408	549	669	772	859
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(1,056)	(237)	(274)
稅務開支	(268)	(242)	(286)	(324)	(392)
其它	(636)	(158)	(337)	(374)	(395)
經營活動所得現金淨額	681	1,298	1,888	3,110	3,568
資本開支	(4,529)	(3,728)	(2,293)	(1,931)	(1,861)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	1,300	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(2,490)	(2,612)	(2,121)	(2,051)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	1,901	955	736
股息	(844)	(999)	(1,049)	(1,167)	(1,334)
其它	671	(1,137)	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	1,703	1,042	(22)	(408)
現金增加淨額	(1,984)	511	317	967	1,109
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	1,698	2,665
匯兌	(42)	26	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	1,698	2,665	3,774
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	1,698	2,665	3,774

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	71.2	60.3	68.5	71.2	72.0
太陽能發電業務	17.5	15.5	21.4	19.7	19.1
EPC業務	11.3	24.2	10.1	9.1	8.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	45.8	35.7	39.5	37.4	37.8
稅前利率	39.8	29.3	31.3	29.0	29.5
淨利潤率	33.1	24.5	26.0	24.2	24.7
有效稅率	10.1	9.5	10.0	10.5	11.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.0	1.2	1.5	1.6	1.7
速動比率 (x)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
平均應收周轉天數	87.3	133.8	172.5	176.0	173.4
平均存貨周轉天數	27.3	24.0	28.3	26.1	27.7
平均應付周轉天數	263.1	227.2	225.7	169.2	178.0
債務/股本比率 (%)	89.7	78.7	75.0	73.4	69.7
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	71.6	63.6	53.8

回報率 (%)

股本回報率	32	23	20	20	21
資產回報率	12	10	9	9	9

每股數據

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.31	0.35	0.40
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.15	0.17	0.19
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.53	1.72	1.94

來源：公司、招銀國際預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。