

信義光能 (968 HK)

上半年業績 EPC 業務帶來驚喜

- ❖ **上半年淨利潤增長 12.5%**。信義光能發布了令人驚喜的中期業績。收入同比增長 67.2%，自 31.8 億（港元，下同）增長至 53.1 億，勝於我們此前預期的增長 22.3%，主要來自於令人驚訝的 EPC 業務增長。EPC 業務錄得收入 21.3 億港元，同比大幅增長 656.9%，管理層表示 EPC 業務主要受安徽的光伏扶貧項目搶裝所驅動。上半年公司交付了 296MW 的 EPC 項目。光伏玻璃及光伏電站上半年分別錄得銷售收入 24.5 億及 7.3 億，同比增長 1.2% 及 54.3%，符合我們預期。淨利潤則實現 12.6 億元，同比上漲 12.5%，高於我們上半年持平的預期。信義光能宣布派發中期股息每股 8 港仙，維持派息率高於 45%。
- ❖ **光伏玻璃毛利同比下滑 17.8 個百分點**。公司期內光伏電站及 EPC 業務毛利率保持穩定，分別錄得 76.7% 及 25.4%，與過往年份表現一致。然而光伏玻璃毛利則受到了銷售價格下跌及材料成本上升的衝擊。光伏玻璃毛利按年下跌 17.8 個百分點至 28.6%，下跌幅度較我們預期更深。管理層解釋，因公司期內產能大幅提升，公司目前主要專注於市場份額的獲取，並且上半年光伏原片玻璃的銷量比例有所提升。展望下半年，管理層給予指引 1) 提升全年產量 7.3% 至平均日熔量 6,260 噸/天；2) 調整銷售組合回到毛利較高的光伏加工玻璃；3) 將馬來西亞產能全面應用。
- ❖ **繼續在馬來西亞投資 2 條新的產綫**。管理層透露馬來西亞產綫的表現情況，按現價水平較國內產綫毛利率高 10% 以上。儘管公司上半年將產能提升了 74.4%，庫存周轉天數僅為 20 天，公司也據此繼續預期光伏玻璃需求維持旺盛。管理層表示現階段沒有計劃提升產品價格，並維持市場份額優先策略。公司同事宣布將在 18 年 4 季度及 19 年中在馬來西亞新增兩條日熔量 1,000 噸/天產綫，以捕捉未來的增長機遇，並充分利用馬來西亞產綫較高的盈利水平。
- ❖ **維持買入評級**。我們調整了光伏玻璃成本測算，並將 2017 年光伏玻璃毛利預期自 34.8% 下調至 30.3%。我們同時也將馬來西亞產綫擴張置入模型預測當中。我們將 2017/2018/2019 年的淨利預測分別調整 6.6%/-11.9%/4.9% 至 20.6/24.2/29.6 億港元。基於我們更新的 DCF 模型測算，我們維持公司目標價在每股 3.00 港元，分別對應 9.8 倍/8.4 倍的 2017/2018 年預測市盈率。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
營業額 (百萬港元)	4,750	6,007	9,244	9,638	11,574
淨利潤 (百萬港元)	1,206	1,986	2,064	2,418	2,961
每股收益 (港仙)	18.5	29.4	30.6	35.8	43.9
每股收益變動 (%)	120	59	4	17	23
市盈率(x)	16.2	10.2	9.8	8.4	6.8
市帳率(x)	3.5	3.3	2.5	2.2	1.9
股息率 (%)	2.9	4.7	4.9	5.7	7.0
股本回報率 (%)	21.7	31.9	25.9	26.5	28.2
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	79.2	89.5	84.2

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$3.00
(此前目標價)	HK\$3.00)
潛在升幅	+20.9%
當前股價	HK\$2.48

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板塊

市值(百萬港元)	18,485
3月平均流通量(百萬港元)	39.90
52周最高/低(港元)	3.29/2.17
總股本(百萬)	6,794.7

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1月	10.3%	4.0%
3月	3.2%	-6.7%
6月	-7.9%	-21.3%

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

EPC 收入預期將在下半年恢復正常。公司上半年錄得 EPC 業務收入 21.3 億港元，較去年同期增長 656.9%。管理層解釋公司上半年將光伏電站建設重心調整至 EPC 業務，以滿足上半年因電價下調刺激所帶來的光伏扶貧電站搶裝需求。期內，公司交付了 296 兆瓦的 EPC 項目。展望下半年，管理層預期 EPC 業務將恢復常態。基于上半年的光伏裝機情況，我們相信國內的分布式項目發展正在加速，我們也據此將公司的 EPC 業務收入進行上調。

光伏電站 2017 年目標裝機 2 吉瓦。光伏發電業務上半年僅錄得新增 120 兆瓦新增產能，主要受策略性的將光伏電站施工能力轉移至 EPC 業務所致。截止上半年公司累計光伏裝機 1,584 兆瓦，另持有 100 兆瓦的合營項目。管理層維持全年實現累計裝機 2 吉瓦的裝機目標。至于“630”電價調整，我們相信公司絕大部分項目儲備來源于領跑者項目，只要在 9 月 30 日以前實現項目并網，將不受電價調整影響。

信義能源分拆：繼續進行，但沒有目標時間表。公司持續尋求將信義能源進行分拆。管理層表示分拆進程整持續進行，但沒有給予具體的時間安排。依據目前對於可再生能源股份的較弱的市場情緒，我們認為較難給予信義能源合理及較好的估值，因此分拆進程可能較為困難。在公司較早前完成供股計劃以後，我們相信信義光能并不急于進行股權融資以支持進一步的光伏電站產能擴張。截止 17 年中，公司持有 24.5 億港元現金。

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	4,750	6,007	9,244	9,638	11,574
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,333	5,667	7,049
太陽能發電業務	313	1,050	1,444	1,997	2,512
EPC業務	526	681	2,467	1,974	2,013
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(5,995)	(5,791)	(6,811)
毛利	1,710	2,750	3,249	3,847	4,763
其它收入	143	176	155	155	155
其它（虧損）/盈利淨額	62	8	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(253)	(266)	(320)
行政開支	(318)	(321)	(445)	(466)	(553)
息稅前收益	1,410	2,448	2,700	3,265	4,040
融資成本淨額	5	9	9	14	21
合資及聯營企業	(21)	(104)	(158)	(204)	(249)
稅前利潤	1,394	2,390	2,587	3,111	3,848
所得稅	(188)	(241)	(307)	(393)	(509)
少數股東權益	-	(164)	(217)	(300)	(377)
淨利潤	1,206	1,986	2,064	2,418	2,961

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	7,842	12,182	15,025	17,880	20,515
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,754	16,302	18,562
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	608	908	1,285
其它非流動資產	382	385	329	327	313
流動資產	4,893	4,604	7,990	9,113	11,335
現金及現金等價物	2,869	843	1,996	2,242	3,664
應收賬款	854	2,020	5,250	6,179	6,876
存貨	199	288	373	397	493
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	370	296	302
流動負債	2,710	4,591	6,461	7,301	8,728
應付賬款	2,156	2,539	3,697	3,855	4,630
關聯欠款	4	37	18	18	18
遞延稅項	75	64	60	60	60
借貸	474	1,952	2,686	3,368	4,020
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	3,133	4,767	6,339	7,930	9,452
借貸	3,116	4,714	6,268	7,859	9,380
其它應付	-	54	54	54	54
遞延稅項	17	-	17	17	17
少數股東權益	1,146	1,212	1,429	1,728	2,105
淨資產淨額	5,745	6,216	8,786	10,034	11,565
股東權益	5,745	6,216	8,786	10,034	11,565

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,700	3,265	4,040
折舊和攤銷	221	408	647	709	854
運營資金變動	(382)	(1,334)	(723)	(761)	(6)
稅務開支	(188)	(241)	(307)	(393)	(509)
其它	(211)	(600)	(465)	(256)	(410)
經營活動所得現金淨額	851	681	1,852	2,565	3,969
資本開支	(4,123)	(5,014)	(3,268)	(3,247)	(3,105)
聯營公司	(150)	(155)	-	-	-
其它	660	272	(223)	(184)	(194)
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,897)	(3,491)	(3,431)	(3,299)
股份發行	1,674	-	1,495	-	-
淨借貸	2,290	3,076	2,288	2,273	2,174
股息	(434)	(945)	(991)	(1,161)	(1,422)
其它	1,580	101	-	-	-
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	2,792	1,112	752
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,153	245	1,422
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,996	2,242
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,996	2,242	3,664
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,996	2,242	3,664

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	82.3	71.2	57.7	58.8	60.9
太陽能發電業務	6.6	17.5	15.6	20.7	21.7
EPC業務	11.1	11.3	26.7	20.5	17.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	36.0	45.8	35.1	39.9	41.2
稅前利率	29.3	39.8	28.0	32.3	33.2
淨利潤率	25.4	33.1	22.3	25.1	25.6
有效稅率	13.5	10.1	11.8	12.6	13.2

資產負債比率

流動比率 (x)	1.8	1.0	1.2	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.7	0.9	1.2	1.2	1.2
現金比率 (x)	1.1	0.2	0.3	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	199.7	208.5	198.5
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.7	24.3	23.9
平均應付周轉天數	196.7	263.1	225.1	238.0	227.4
債務/股本比率(%)	52.1	89.7	87.7	95.4	98.0
淨負債/股東權益比率(%)	12.6	93.7	79.2	89.5	84.2

回報率(%)

股本回報率	21	32	24	24	26
資產回報率	10	12	9	9	9

每股數據

每股盈利 (港仙)	18.53	29.42	28.94	32.58	39.89
每股股息 (港仙)	8.70	14.00	14.70	17.20	21.10
每股淨值 (港元)	0.85	0.92	1.18	1.35	1.56

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：香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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责任。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 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。