

信义光能 (968 HK, HK\$2.71 目标价 HK\$3.26, 买入) - 2016 年达周期性高点

- ❖ **净利润增长 64.7%。**信义光能发布了 2016 年业绩。受光伏玻璃全年销量增长 10.5% 以及光伏发电业务产能扩张驱动, 销售收入增长 26.5%, 自 2015 年 47.5 亿港元增长至 2016 年 60.0 亿港元。公司整体毛利方面同比增长 9.8 个百分点至 45.8%, 显示出公司成本效益获得不断提升, 并且高毛利率的太阳能电站业务收入贡献占比逐步提升。上述因素综合影响之下, 净利润大幅增长 64.7%, 自 2015 年 12.1 亿港元增长至 2016 年 19.9 亿港元。公司同时宣布派发末期股息每股 0.6 港仙, 与中期股息合并, 全年股息派发率维持高位 47.6%。
- ❖ **光伏玻璃步入下一轮扩张。**光伏玻璃部门是 2016 年业务表现的亮点, 部门毛利率高达 42.2%, 较我们此前预期高 2.6 个百分点, 显示了公司从天然气价格下调及规模效应中获得更高的成本效益。展望 2017, 随着产业周期结构变化, 我们预期光伏玻璃板块将面临几项挑战: 1) 下游装机或将趋缓; 2) 由信义自身领导的产能扩张将带来一定程度的产能过剩; 3) 上游原材料 (纯碱) 成本上升。管理层表示暂时看不到光伏玻璃近期有提价可能, 因 2017 年公司计划产量扩张 49.6%。我们据此将公司光伏玻璃的平均售价预测下调 8.8% 至人民币 28.3 元/平米, 并预期公司需要 2-3 年时间才可完全释放新增产能潜力。
- ❖ **光伏发电业务: 保持稳定增长。**光伏发电业务 2016 年运营表现稳定, 毛利率达 74.1%, 并且不受限电影响。光伏 EPC 则录得销售增长 29.3%, 令人惊喜。公司在 2016 年实现并网装机 654 兆瓦。截止 2016 年底, 公司合计运营装机 1,464 兆瓦, 合营装机 100 兆瓦。管理层计划在 2017 年将新增装机节奏适当调慢至 600-800 兆瓦, 并为此预算 35 亿港元用于资本开支。依照预算, 我们测算每瓦造价目标在 5.2 元人民币左右。尽管光伏电站项目上网电价竞争激烈, 基于信义光能卓越的光伏电站开发成本, 我们认为公司的光伏项目回报率仍然能够保持稳定。此外, 公司继续寻求与 2017 年将信义能源分拆上市。
- ❖ **下调目标价至每股 3.27 港元, 维持买入评级。**我们将公司 2017 及 2018 年的净利润预测分别下调 15.9% 及 7.8% 至 22.4 亿港元及 26.9 亿港元, 以反映光伏玻璃市场所面临的潜在挑战, 以及公司新增装机速度下调。除上述变动以外, 我们根据市场情绪将无风险收益率及风险溢价水平进行调整, 并据此将 DCF 目标价自每股 3.91 港元下调至 3.26 港元, **维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
营业额 (百万港元)	4,750	6,007	7,564	9,011	10,371
净利润 (百万港元)	1,206	1,986	2,236	2,694	3,180
每股收益 (人民币)	18.5	29.4	33.1	39.9	47.1
每股收益变动 (%)	120	59	13	21	18
市盈率 (x)	14.8	9.3	8.2	6.8	5.8
市帐率 (x)	3.2	3.0	2.4	2.0	1.7
股息率 (%)	3.2	5.1	5.8	7.0	8.3
股本回报率 (%)	21.7	31.9	28.9	29.5	29.5
净财务杠杆率 (%)	12.6	93.7	97.2	98.2	125.1

来源: 公司及招银国际研究部

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

信义光能 (968 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.71
目标价	HK\$3.26
市值 (港币百万)	18,289
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.47
52 周高/低 (港币)	3.40/2.115
发行股数 (百万)	6,749
主要股东	信义玻璃 (28.9%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	-1.0%
3 月	1.9%	-2.0%
6 月	-15.0%	-17.9%

来源: 彭博

过去一年月股价


来源: 彭博

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	7,564	9,011	10,371
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,087	5,998	6,755
太陽能發電業務	313	1,050	1,728	2,189	2,710
EPC業務	526	681	749	824	906
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(4,204)	(4,894)	(5,463)
毛利	1,710	2,750	3,360	4,117	4,908
其它收入					
其它（虧損）/ 盈利淨額					
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(223)	(253)	(270)
行政開支	(318)	(321)	(371)	(438)	(500)
息稅前收益	1,410	2,448	2,915	3,575	4,288
融資成本淨額	5	9	5	7	12
合資及聯營企業	(21)	(104)	(123)	(159)	(194)
稅前利潤	1,394	2,390	2,834	3,460	4,143
所得稅	(188)	(241)	(336)	(437)	(548)
少數股東權益	-	(164)	(259)	(328)	(406)
淨利潤	1,206	1,986	2,239	2,695	3,188

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	7,842	12,182	15,418	18,293	20,991
物業、廠房及設備	7,104	11,079	14,217	16,751	19,041
預付租金	180	327	221	236	251
合資企業投資	175	392	651	979	1,386
其它非流動資產	382	385	487	329	327
流動資產	4,893	4,604	5,553	7,250	9,325
現金及現金等價物	2,869	843	1,009	1,843	3,014
應收賬款	854	2,020	4,189	4,995	5,849
存貨	199	288	280	330	372
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	75	82	91
流動負債	2,710	4,591	5,790	7,050	8,246
應付賬款	2,156	2,539	3,026	3,604	4,148
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
遞延稅項	17	-	17	17	17
少數股東權益	1,146	1,212	1,471	1,800	2,206
淨資產淨額	5,745	6,216	7,371	8,763	10,412
股東權益	5,745	6,216	7,371	8,763	10,412

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,915	3,575	4,288
折舊和攤銷	221	401	603	719	820
運營資金變動	(382)	(1,334)	(309)	(251)	(329)
稅務開支	(188)	(322)	(336)	(437)	(548)
其它	(211)	(185)	(210)	(220)	(205)
經營活動所得現金淨額	851	1,009	2,663	3,386	4,026
資本開支	(4,123)	(4,810)	(3,268)	(3,247)	(3,105)
聯營公司	(150)	(155)	-	-	-
其它	660	-	(223)	(184)	(194)
投資活動所得現金淨額	(3,613)	(4,965)	(3,491)	(3,431)	(3,299)
股份發行	1,674	-	-	-	-
淨借貸	2,290	3,076	2,288	2,273	2,174
股息	(434)	(945)	(1,075)	(1,293)	(1,530)
其它	1,580	(200)	(220)	(100)	(199)
融資活動所得現金淨額	5,110	1,931	994	880	445
現金增加淨額	2,349	(2,025)	165	834	1,171
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,009	1,843
匯兌	(23)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,009	1,843	3,014
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,009	1,843	3,014

来源：公司、招銀国际预测

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	67.3	66.6	65.1
太陽能發電業務	6.6	17.5	22.8	24.3	26.1
EPC業務	11.1	11.3	9.9	9.1	8.7
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	44.4	45.7	47.3
稅前利率	29.3	39.8	37.5	38.4	39.9
淨利潤率	25.4	33.1	29.6	29.9	30.7
有效稅率	13.5	10.1	11.8	12.6	13.2

Balance sheet ratios

流動比率 (x)	1.8	1.0	1.0	1.0	1.1
速動比率 (x)	1.7	0.9	0.9	1.0	1.1
現金比率 (x)	1.1	0.2	0.2	0.3	0.4
平均應收周轉天數	60.9	87.3	175.3	180.5	185.1
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	22.3	22.7	23.4
平均應付周轉天數	196.7	263.1	249.9	247.2	259.0
債務/股本比率 (%)	52.1	89.7	101.3	106.3	106.2
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	107.8	107.1	99.8

回報率 (%)

股本回報率	21	32	30	31	31
資產回報率	10	12	11	11	11

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	18.53	29.42	33.17	39.93	47.24
每股股息 (人民幣)	8.70	14.00	15.90	19.20	22.70
每股淨值 (人民幣)	0.85	0.92	1.09	1.30	1.54

来源：公司、招銀国际预测

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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人。