

信义光能 (968 HK)

下半年面临短期阵痛

❖ **上半年业绩同比下跌 3.3%**。信义光能上半年录得收入同比下跌 21.3%至 41.8 亿港元。由于管理层年初已下调了非核心 EPC 业务的营收指引，我们相信市场已对营收下滑有所预期。除 EPC 业务收入同比下跌 94.1%至 1.25 亿港元以外，公司的光伏玻璃及光伏电站业务分别录得同比增长 27.0%以及 28.8%至 31.1 亿港元以及 9.5 亿港元。2018 年上半年，公司的光伏玻璃业务板块毛利实现同比上涨 4.8 个百分点至 33.4%，因受到中国政府光伏行政带来 6 月份玻璃产品价格下跌影响，上半年光伏玻璃毛利略低于我们此前预期。在费用方面，除财务成本利率高于我们预期以外，我们认为公司的主要费用均实现了良好的控制。公司上半年录得净利润 12.14 亿港元，我们认为业绩符合我们及市场预期。管理层维持较为慷慨的派息政策，宣布派发中期股息每股 8 港仙，派息率为 48.9%。股东将获选择权以现金，或全部或部分新股收取股息。

❖ **下半年展望：短期面临阵痛**。由于光伏玻璃自 2018 年 5 月起从每平方米人民币 27 元已下跌了超过 20%至 7 月底的人民币 21 元，我们预料下半年公司的光伏玻璃业务板块将面临巨大压力。以 7 月底售价，我们测算公司的光伏玻璃毛利率仅为 10.5%，而大部分竞争对手将进入亏损。我们预期疲弱的市场定价将维持数月，但我们同时也观察到 1) 公司目前销售仍然比较顺畅，库存周转周期控制在 33 天，处于正常范围；2) 管理层通过延长冷修时间和增加冷修产能将全年的产量指引下调约 7.7%；3) 公司选择将资本开支和新建产能投放节奏放慢。我们预期公司目前市场领先的成本结构、健康的资产负债表以及较为温和的扩产计划将有助于公司顺利渡过短期阵痛。

❖ **长期发展获益**。在市场呈现明显萎缩的态势下，新技术应用明显加快使双玻和双面组件的渗透率明显提升。管理层表示，光伏项目平价上网压力迫使下游电站运营商在项目开发是采用具有更高光电转换效率的新技术。公司预期下半年厚度为 2.5 毫米的双玻产品出货量面积占比将增加至 20% (2017 财年出货量面积占比：约 5%)。我们预期在市场较为低迷状态下，信义光能有望持续扩大市场占有率，同时光伏玻璃的需求在新技术应用态势下将仍然保持较高的增长潜力。

❖ **等待转折点到来**。鉴于光伏行业目前仍然面临的较高的政策和市场需求的不确定性，我们对于光伏行业的态度维持谨慎。我们对 2018 年光伏玻璃销售均价预测下调 7.7%至人民币 25 元/平方米，同时我们将管理层对于产能产量的指引更新置入模型预测。基于上述调整，我们将 2018-20E 盈利预测自 22.9/22.9/29.8 亿港元分别下调 23.0/20.0/4.9%至 17.6/20.6/28.4 亿港元。目标价自每股 3.00 港元下调至 2.63 港元。我们建议维持观望状态以待业务长期业务回暖转折点获得确认。维持「持有」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	6,007	9,527	7,722	9,476	11,395
净利润(百万港元)	1,986	2,332	1,759	2,060	2,836
每股收益(港元)	0.29	0.33	0.24	0.28	0.38
每股收益变动(%)	59	11	(27)	17	38
市盈率(x)	8.2	7.4	10.2	8.7	6.3
市帐率(x)	2.6	2.0	1.6	1.5	1.3
股息率(%)	5.8	6.2	4.7	5.5	7.6
股本回报率(%)	31.9	26.7	16.1	17.0	20.6
净负债/股东权益比率(%)	93.7	70.8	76.9	71.7	59.8

资料来源：公司资料, 招银国际预测

持有 (维持)

目标价	HK\$2.63
(此前目标价)	HK\$3.00
潜在升幅	+9.1%
当前股价	HK\$2.41

萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	17,900
3 月平均流通量(百万港元)	94.52
52 周最高/低(港元)	3.69/ 2.16
总股本(百万)	7,427.3

Source: Bloomberg

股东结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流通股	34.9%

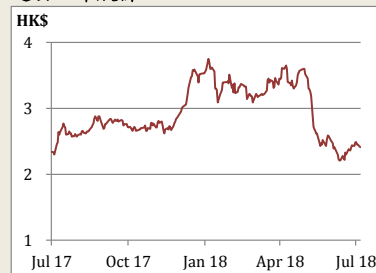
来源: 港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.0%	0.8%
3 月	-33.1%	-28.2%
6 月	-35.7%	-26.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

审计师: 普华永道

公司网站: 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	7,722	9,476	11,395
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	5,342	6,831	8,480
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,880	2,095	2,310
EPC業務	681	2,307	500	550	605
銷售成本	(3,257)	(6,122)	(4,864)	(6,101)	(7,013)
毛利	2,750	3,405	2,858	3,375	4,382
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)	(234)	(292)	(331)
行政開支	(321)	(433)	(431)	(509)	(576)
息稅前收益	2,448	2,914	2,343	2,724	3,625
融資成本淨額	9	14	8	9	16
合資及聯營企業	(104)	(179)	(225)	(259)	(281)
稅前利潤	2,390	2,789	2,166	2,514	3,399
所得稅	(241)	(265)	(217)	(264)	(374)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
淨利潤	1,986	2,332	1,759	2,060	2,836

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	17,169	18,490	19,676
物業、廠房及設備	11,079	14,240	15,878	17,026	18,015
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	174	146	140
流動資產	4,604	7,467	7,408	8,992	11,073
現金及現金等價物	843	1,381	957	1,664	2,849
應收賬款	2,020	4,167	4,463	5,096	5,738
存貨	288	374	347	444	551
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,642	1,788	1,935
流動負債	4,591	6,241	5,230	6,132	7,035
應付帳款	2,539	2,941	2,337	2,952	3,634
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	2,816	3,102	3,323
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	4,767	4,846	6,641	7,309	7,824
借貸	4,714	4,787	6,570	7,238	7,753
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	12,707	14,040	15,891
少數股東權益	1,212	1,559	1,749	1,939	2,129
股東權益	6,216	10,121	10,957	12,101	13,761

來源：公司、招銀國際預測

现金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,448	2,914	2,343	2,724	3,625
折舊和攤銷	408	551	655	772	859
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(934)	(232)	(209)
稅務開支	(268)	(242)	(228)	(264)	(374)
其它	(636)	(160)	(368)	(400)	(415)
經營活動所得現金淨額	681	1,298	1,469	2,600	3,486
資本開支	(4,529)	(3,729)	(2,293)	(1,931)	(1,861)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	1,302	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,897)	(2,490)	(2,613)	(2,121)	(2,051)
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	1,453	955	736
股息	(844)	(999)	(923)	(917)	(1,175)
其它	671	(1,137)	190	190	190
融資活動所得現金淨額	2,232	1,703	720	228	(249)
現金增加淨額	(1,984)	511	(424)	707	1,185
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	957	1,664
匯兌	(42)	26	-	-	-
年末現金及現金等價物	843	1,381	957	1,664	2,849
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	843	1,381	957	1,664	2,849

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	69.2	72.1	74.4
太陽能發電業務	17.5	15.5	24.4	22.1	20.3
EPC業務	11.3	24.2	6.5	5.8	5.3
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	37.0	35.6	38.5
稅前利率	39.8	29.3	28.0	26.5	29.8
淨利潤率	33.1	24.5	22.8	21.7	24.9
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	1.4	1.5	1.6
速動比率（x）	0.9	1.1	1.4	1.4	1.5
現金比率（x）	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
平均應收周轉天數	87.3	133.8	188.0	184.1	173.5
平均存貨周轉天數	27.3	22.3	27.0	23.7	25.9
平均應付周轉天數	263.1	227.2	230.7	158.2	171.4
債務/股本比率（%）	89.7	74.5	73.9	73.6	69.7
淨負債/股東權益比率（%）	93.7	70.8	76.9	71.7	59.8

回報率（%）

股本回報率	32	23	16	17	21
資產回報率	12	10	7	8	9

每股數據

每股盈利（港元）	0.29	0.33	0.24	0.28	0.38
每股股息（港元）	0.14	0.15	0.11	0.13	0.18
每股淨值（港元）	0.92	1.22	1.48	1.63	1.85

來源：公司、招銀國際預測

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士。