

信义光能 (968 HK)

下半年，寻求潜在转机

- ❖ **光伏玻璃产量如期释放。**我们与信义光能就近期业务发展情况进行了更新。根据公司信息，新建产能已于2016年11月（在马来西亚及芜湖共计1,900吨/天）及2017年2月（芜湖，1,000吨/天）投运，并分别在17年1月和4月份相继达产。管理层预期本年内将会有3条窑炉产线进行冷修，其中首条500吨/天产线已于5月份下线，其余两条产线的冷修将根据下半年市场销售情况确定。公司预期每条产线的冷修将持续6-8个月。我们测算公司2017年有效日熔量将达到5,833吨/天，较2016年增长50%。
- ❖ **销售价格持续下行，但趋于稳定。**自2016年4季度开始，受公司自身及竞争对手供应增加影响，我们持续观察到光伏玻璃的销售价格持续下行，自2016年每平米32.5元人民币周期性高点逐渐下滑至近几周每平米26-27元人民币。我们预期光伏玻璃价格将趋于稳定，基于中国及印度新增光伏装机优于市场预期（我们预期2017年中国装机28-30GW，印度10GW），并且双玻组件市场渗透率逐渐提升。根据公司信息，由于近期浮法玻璃价格持续上扬，新的双玻组件背板将采用光伏原片玻璃。前5个月原片玻璃的出货量占公司整体光伏玻璃销量的5-10%，略高于我们的测算，显示光伏玻璃市场需求仍持续增加。
- ❖ **2017年下半年寻求潜在转机。**我们对公司2017年起白压花玻璃的销售均价预期自每平米28.3元人民币下调6.4%至26.5元人民币。受实现价格下调影响，我们同时预期2017年光伏玻璃业务部门的毛利率将自2016年42.2%降至34.8%。在目前市场定价状态，我们认为规模较小的竞争对手将仅能维持较薄的毛利状态甚至处于亏损，这将迫使部分光伏玻璃生产商选择将已经运行较长时间的光伏玻璃窑炉提前进入冷修以避免亏损扩大。基于此，我们认为光伏玻璃的销售价格将具备向上调整的潜力，我们也将光伏玻璃市场价格在年内首次向上调整作为信义光能基本面改善的信号。
- ❖ **下调目标价至每股3港元，维持买入评级。**我们将2017/2018/2019年盈利预测分别下调19.8%/13.8%/16.2%，以反映我们对于光伏玻璃销售价格预测的变化，以及公司近期股权增发后的稀释效应（总股本扩大10%）。基于我们对于全球光伏需求较为乐观的预期，我们维持公司较高的销售对产出比例。根据我们的DCF估值模型，我们将信义光能的目标价自每股3.26港元下调8.0%至每股3.0港元，对应我们预测2017E/2018E预测市盈率分别为11倍及9.0倍。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	2017E	2018E	2019E
(截至12月31日)	4,750	6,007	7,346	8,663	9,661
营业额(百万港元)	1,206	1,986	1,937	2,476	2,822
净利润(百万港元)	18.5	29.4	28.7	36.7	41.8
每股收益(港仙)	120	59	(2)	28	14
每股收益变动(%)	12.4	7.8	8.0	6.3	5.5
市盈率(x)	2.7	2.5	2.0	1.7	1.5
市帐率(x)	3.8	6.1	6.0	7.7	8.7
股息率(%)	21.7	31.9	24.4	27.3	27.1
股本回报率(%)	12.6	93.7	80.6	90.4	87.9

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.00
(此前目标价)	HK\$3.26
潜在升幅	+30.4%
当前股价	HK\$2.30

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

光伏板块

市值(百万港元)	17,074
3月平均流通量(百万港元)	35.12
52周最高/低(港元)	3.29/2.27
总股本(百万)	6,794.7

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1月	-3.0%	-4.0%
3月	-8.1%	-12.8%
6月	-7.4%	-21.9%

来源：彭博

股东结构

信义玻璃	28.9%
李贤义	11.4%
流动股	34.9%

来源：港交所

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	4,750	6,007	7,346	8,663	9,661
光伏玻璃銷售	3,911	4,276	5,006	5,651	6,041
太陽能發電業務	313	1,050	1,523	2,073	2,587
EPC業務	526	681	817	939	1,033
銷售成本	(3,040)	(3,257)	(4,325)	(4,779)	(5,167)
毛利	1,710	2,750	3,022	3,883	4,494
其它收入					
其它（虧損）/ 盈利淨額					
銷售及營銷開支	(187)	(164)	(240)	(266)	(282)
行政開支	(318)	(321)	(362)	(423)	(469)
息稅前收益	1,410	2,448	2,569	3,345	3,893
融資成本淨額	5	9	8	13	19
合資及聯營企業	(21)	(104)	(158)	(204)	(249)
稅前利潤	1,394	2,390	2,456	3,190	3,700
所得稅	(188)	(241)	(291)	(403)	(490)
少數股東權益	-	(164)	(228)	(311)	(388)
淨利潤	1,206	1,986	1,937	2,476	2,822

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	15,052	17,920	20,610
物業、廠房及設備	7,104	11,079	13,770	16,319	18,623
預付租金	180	327	333	343	355
合資企業投資	175	392	620	931	1,319
其它非流動資產	382	385	#REF!	329	327
流動資產	4,893	4,604	7,149	8,670	10,401
現金及現金等價物	2,869	843	1,922	2,192	3,332
應收賬款	854	2,020	4,754	5,942	6,491
存貨	199	288	350	396	423
關聯款項	158	-	-	-	-
其它流動資產	813	1,452	123	141	155
流動負債	2,710	4,591	5,703	6,911	7,963
應付帳款	2,156	2,539	2,939	3,465	3,865
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	1,441	1,752	2,140
淨資產淨額	5,745	6,216	8,719	9,998	11,456
股東權益	5,745	6,216	8,719	9,998	11,456

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）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,410	2,448	2,569	3,345	3,893
折舊和攤銷	221	408	631	708	811
運營資金變動	(382)	(1,334)	(992)	(658)	(172)
稅務開支	(188)	(241)	(291)	(403)	(490)
其它	(211)	(600)	(210)	(220)	(205)
經營活動所得現金淨額	851	681	1,707	2,772	3,837
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)	(930)	(1,189)	(1,354)
其它	1,580	101	10	(156)	(216)
融資活動所得現金淨額	5,110	2,232	2,863	929	603
現金增加淨額	2,349	(1,984)	1,079	269	1,140
年初現金及現金等價物	543	2,869	843	1,922	2,192
匯兌	(23)	(42)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,869	843	1,922	2,192	3,332
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,869	843	1,922	2,192	3,332

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	68.1	65.2	62.5
太陽能發電業務	6.6	17.5	20.7	23.9	26.8
EPC業務	11.1	11.3	11.1	10.8	10.7
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	41.1	44.8	46.5
稅前利率	29.3	39.8	33.4	36.8	38.3
淨利潤率	25.4	33.1	26.4	28.6	29.2
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	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	1.7	0.9	1.2	1.2	1.3
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	228.1	217.4	226.8
平均存貨周轉天數	29.9	27.3	29.6	28.5	28.9
平均應付周轉天數	196.7	263.1	248.0	244.5	258.9
債務/股本比率 (%)	52.1	89.7	88.1	95.6	98.6
淨負債/股東權益比率 (%)	12.6	93.7	80.6	90.4	87.9

回報率 (%)

股本回報率	21	32	22	25	25
資產回報率	10	12	9	9	9

每股數據

每股盈利 (人民幣 分)	18.53	29.42	27.15	33.36	38.01
每股股息 (人民幣)	8.70	14.00	13.80	17.60	20.10
每股淨值 (人民幣)	0.85	0.92	1.17	1.35	1.54

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作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。