

# 信义光能 (968 HK)

## 马六甲工厂考察纪要

- ❖ **現代化生產線。**我們近期參與了信義光能首條海外光伏玻璃生產線的反向路演。該項目位于馬來西亞馬六甲。馬六甲一期項目產能為日熔量 900 噸/天，設計布局為一窯四線，已于 2016 年 11 月點火投運。在工廠考察過程中，我們僅見到有限的工人參與產線的運作，馬六甲工廠高度自動化的生產線給我們留下深刻的印象。根據管理層透露，除產線運維核心骨幹是派遣自蕪湖工廠以外，馬來西亞工廠的大部分工人均為本地化及輸入外勞。除員工構成以外，我們現場還觀察到工廠具有較低的庫存量。根據管理層信息，1) 馬六甲工廠約 60% 的光伏玻璃銷售于馬來西亞市場，其餘的產出銷往周邊的東南亞國家市場；2) 馬六甲工廠的庫存銷量比約為 1 周。信義光能計劃在 2018 年 4 季度以及 2019 年中再釋放兩條日熔量各為 1,000 噸/天產能，以滿足日益增加的東南亞市場需求。
- ❖ **馬六甲產能淨利率較國內產能高 5-10%。**我們相信成本低廉是信義光能馬來西亞工廠的核心優勢。與國內工廠成本比較，馬來西亞工廠擁有 1) 約 10% 左右的天然氣成本優勢 (2017 年天然氣成本優勢約 30%，但馬六甲工廠自 18 年起天然氣價上漲 18%)；2) 低廉的勞動力成本；以及 3) 自備洗沙場所帶來的 20-30% 的低鐵砂成本優勢。根據我們測算，我們認為 2017 及 2018 年，馬六甲光伏玻璃產品的毛利水平較國內產出分別高 10 個以及 6 個百分點以上。在原材料和能源供給方面，我們相信馬六甲工廠的能源和純鹼供給將更加穩健。整體來看，管理層預期上述優勢可使馬六甲工廠獲得較或內產能高 5-10% 的淨利潤水平。
- ❖ **主動降低產品售價以應對政策風險。**公司將月度的光伏玻璃出廠定價自 4 月份人民幣 28 元/平方米下調自 5 月份的人民幣 27 元/平方米。管理層解釋定價下調主要依據分布式光伏政策不確定所致 (能源局將可能要求提高分布式項目的自發自用比率，同時對非自用部分施加指標控制)，此外，公司在銷售策略方面也維持低庫存快周轉策略。鑒于目前弱于預期的光伏下游裝機需求，以及光伏產業鏈較低的需求能見度，我們將 2018 年全年的光伏玻璃銷售均價預測自人民幣 31 元/平方米下調至人民幣 28.9 元/平方米。
- ❖ **目標價自 4.37 港元下調至 4.21 港元。**基于較低的光伏玻璃銷售均價，我們將公司 2018/19/20 年的盈利預測分別自 30.4/36.7/40.3 億港元下調 13.4%/5.4%/3.5%，至 26.3/34.7/38.9 億港元。我們的 DCF 目標價也隨之下調至每股 4.21 港元，對應 2018 年預測市盈率 11.9 倍。儘管目前光伏下游需求面臨一定波動，我們依然對信義光能戰略性產能布局及優異的成本控制將獲得長期市場優勢保持樂觀。**維持買入評級。**

### 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	9,177	11,736	13,200
淨利潤 (百萬港元)	1,986	2,332	2,628	3,473	3,885
每股收益 (港元)	0.29	0.33	0.35	0.47	0.52
每股收益變動 (%)	59	11	9	32	12
市盈率 (x)	12.2	11.0	10.2	7.7	6.9
市帳率 (x)	3.9	3.0	2.3	2.0	1.7
股息率 (%)	3.9	4.2	4.7	6.2	7.0
股本回報率 (%)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	72.6	61.0	50.8

資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$4.21
(此前目標價)	HK\$4.37
潛在升幅	+16.9%
當前股價	HK\$3.60

### 蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto: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%
流通股	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](http://www.xinyisolar.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售收入</b>	<b>6,007</b>	<b>9,527</b>	<b>9,177</b>	<b>11,736</b>	<b>13,200</b>
光伏玻璃銷售	4,276	5,746	6,410	8,592	9,669
太陽能發電業務	1,050	1,473	1,882	2,171	2,461
EPC業務	681	2,307	885	973	1,071
<b>銷售成本</b>	<b>(3,257)</b>	<b>(6,122)</b>	<b>(5,311)</b>	<b>(6,688)</b>	<b>(7,563)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,750</b>	<b>3,405</b>	<b>3,866</b>	<b>5,048</b>	<b>5,637</b>
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)	(493)	(607)	(652)
<b>息稅前收益</b>	<b>2,448</b>	<b>2,914</b>	<b>3,281</b>	<b>4,286</b>	<b>4,797</b>
融資成本淨額	9	14	10	17	26
合資及聯營企業	(104)	(179)	(200)	(251)	(284)
<b>稅前利潤</b>	<b>2,390</b>	<b>2,789</b>	<b>3,131</b>	<b>4,093</b>	<b>4,579</b>
所得稅	(241)	(265)	(313)	(430)	(504)
少數股東權益	(164)	(192)	(190)	(190)	(190)
<b>淨利潤</b>	<b>1,986</b>	<b>2,332</b>	<b>2,628</b>	<b>3,473</b>	<b>3,885</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>12,182</b>	<b>15,301</b>	<b>17,756</b>	<b>19,519</b>	<b>21,111</b>
物業、廠房及設備	11,079	14,240	16,359	17,960	19,359
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	<b>385</b>	<b>264</b>	<b>280</b>	<b>240</b>	<b>231</b>
<b>流動資產</b>	<b>4,604</b>	<b>7,467</b>	<b>8,858</b>	<b>11,392</b>	<b>13,492</b>
現金及現金等價物	843	1,381	1,742	3,052	4,288
應收賬款	2,020	4,167	4,904	5,769	6,351
存貨	288	374	449	601	677
關聯款項	-	-	-	-	-
其它流動資產	1,452	1,545	1,763	1,969	2,176
<b>流動負債</b>	<b>4,591</b>	<b>6,241</b>	<b>6,050</b>	<b>7,315</b>	<b>8,059</b>
應付帳款	2,539	2,941	2,918	3,826	4,296
關聯欠款	37	67	18	18	18
遞延稅項	64	88	60	60	60
借貸	1,952	3,145	3,054	3,411	3,685
其他流動負債	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,767</b>	<b>4,846</b>	<b>7,197</b>	<b>8,030</b>	<b>8,670</b>
借貸	4,714	4,787	7,126	7,959	8,599
其它應付	54	59	54	54	54
遞延稅項	-	-	17	17	17
<b>淨資產淨額</b>	<b>7,428</b>	<b>11,680</b>	<b>13,367</b>	<b>15,566</b>	<b>17,875</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>1,212</b>	<b>1,559</b>	<b>1,749</b>	<b>1,939</b>	<b>2,129</b>
<b>股東權益</b>	<b>6,216</b>	<b>10,121</b>	<b>11,618</b>	<b>13,626</b>	<b>15,745</b>

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	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息稅前收益</b>	<b>2,448</b>	<b>2,914</b>	<b>3,281</b>	<b>4,286</b>	<b>4,797</b>
折舊和攤銷	408	549	669	788	896
運營資金變動	(1,271)	(1,765)	(1,123)	(276)	(385)
稅務開支	(268)	(242)	(324)	(430)	(504)
其它	(636)	68	(340)	(384)	(408)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>681</b>	<b>1,524</b>	<b>2,163</b>	<b>3,985</b>	<b>4,395</b>
資本開支	(4,529)	(3,728)	(2,787)	(2,400)	(2,308)
聯營公司	(217)	(63)	(320)	(190)	(190)
其它	(150)	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,897)</b>	<b>(3,790)</b>	<b>(3,107)</b>	<b>(2,590)</b>	<b>(2,498)</b>
股份發行	(671)	2,572	(0)	-	-
淨借貸	3,076	1,267	2,247	1,190	914
股息	(844)	(999)	(1,131)	(1,464)	(1,766)
其它	671	192	190	190	190
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>2,232</b>	<b>3,032</b>	<b>1,306</b>	<b>(84)</b>	<b>(662)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,984)</b>	<b>766</b>	<b>361</b>	<b>1,310</b>	<b>1,236</b>
年初現金及現金等價物	2,869	843	1,381	1,742	3,052
匯兌	(42)	(229)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>843</b>	<b>1,381</b>	<b>1,742</b>	<b>3,052</b>	<b>4,288</b>
受限制現金	-	-	-	-	-
<b>資產負債表現金</b>	<b>843</b>	<b>1,381</b>	<b>1,742</b>	<b>3,052</b>	<b>4,288</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
光伏玻璃銷售	71.2	60.3	69.8	73.2	73.2
太陽能發電業務	17.5	15.5	20.5	18.5	18.6
EPC業務	11.3	24.2	9.6	8.3	8.1
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	45.8	35.7	42.1	43.0	42.7
稅前利率	39.8	29.3	34.1	34.9	34.7
淨利潤率	33.1	24.5	28.6	29.6	29.4
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	167.0	166.0	167.6
平均存貨周轉天數	27.3	24.0	29.2	28.7	30.8
平均應付周轉天數	263.1	227.2	231.2	184.0	196.0
債務/股本比率 (%)	89.7	78.7	76.2	73.0	68.7
淨負債/股東權益比率 (%)	93.7	75.7	72.6	61.0	50.8

**回報率 (%)**

股本回報率	32	23	23	26	25
資產回報率	12	10	10	11	11

**每股數據**

每股盈利 (港元)	0.29	0.33	0.35	0.47	0.52
每股股息 (港元)	0.14	0.15	0.17	0.22	0.25
每股淨值 (港元)	0.92	1.22	1.56	1.84	2.12

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于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 年证券交易法规则 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。