

信義光能 (968 HK)

加速產能擴張

概要。由於全球光伏需求放量，信義光能加強產能擴張以提升市場份額，管理層計劃在2020年將日容量提升58.8%。對於2019年下半年，受惠於國內需求復蘇而帶來較為強勁的需求支持，我們認為光伏玻璃價格將具備較強的支撐。但在2020及2021年，隨著新增產能逐步釋放，光伏玻璃價格將承受一定壓力。在政策不利因素解除，以及信義能源分拆上市兩項因素刺激下，我們認為市場對於信義光能的情緒將逐步提振。公司目前估值為2019年預測市盈率13.6倍，我們認為屬合理水平。

■ **政策不明朗因素移除。**國家能源局最近發布最新的光伏電價基準，並確定了2019年光伏補貼總規模30億元人民幣。此外，國家能源局亦下發了光伏平價上網發電裝機容量共14.78吉瓦。我們相信中國政府最終的競價準則快將出台，從而推動2019年下半年新增裝機增長。我們預計2019年全球光伏裝機將達到120吉瓦以上，同比增長16.5%。

■ **光伏玻璃產能加速擴張。**管理層原期望分別在2020年一及二季度在廣西北海增加兩條日容量1,000噸產能，近期又在原計劃的基礎上在2020年下半年在安徽蕪湖新增日容量2,000噸產能。至2020年底，信義光能的日容量將提升58.8%。我們測算2020/21年公司的有效容量將分別提升37.2%/34.4%，而實際出貨量將超越容量增長，主要因雙玻滲透率提升將使光伏玻璃產出量在日容量提升的基礎上進一步增加。

■ **信義能源的分拆有助釋放產能擴張空間。**信義能源(3868 HK)分拆上市計劃在過去數周的執行過程進展順利。根據最新市場訊息，信義能源將以1.94港元招股價發行18.8億股，預計募集資金36.5億港元。根據公司預設的派息率，我們測算招股價相當於信義能源2019/20年分別約7.1%/9.1%的股息率。分拆完成後，信義能源將仍然作為光伏電站運營子公司併入信義光能報表，我們預期該分拆將顯著改善信義光能的負債率，增厚股本金，並釋放信義光能在光伏業務端的增長潛力。

■ **估值合理。**我們就信義光能2019-21年光伏玻璃平均售價調整預測1.9%/-4.4%/-5.5%，以反映2019年下半年強勁的光伏玻璃需求，以及2020/21年的預測產量釋放。隨著雙玻組件滲透率逐漸提升，我們認為信義光能將能够在均價下跌的情形下仍然享有穩定的光伏玻璃毛利率。我們將2019-21年每股盈利預測修正3.1%/-8.4%/-2.3%，並將DCF目標價從3.52港元上調至4.00港元。目標價顯示信義光能目前估值合理。維持持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	9,527	7,672	9,159	11,373	14,714
同比增長(%)	58.6	(19.5)	19.4	24.2	29.4
淨收入(百萬元人民幣)	2,332	1,863	2,382	2,725	3,851
每股盈利(人民幣)	0.33	0.25	0.30	0.34	0.48
每股盈利變動(%)	11	(24)	20	13	41
市盈率(倍)	12.5	16.4	13.6	12.0	8.5
市帳率(倍)	3.0	3.0	2.5	2.2	1.9
股息率(%)	3.7	3.0	3.5	4.0	5.6
權益收益率(%)	23.9	18.3	18.3	18.6	22.8
不良貸款率(%)	64.7	76.5	40.0	46.0	30.3

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有 (維持)

目標價	HK\$4.00
(此前目標價)	HK\$3.52
潛在升幅	-2.0%
當前股價	HK\$4.08

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	32,833
3月平均流通量(百萬港元)	156.1
52周內股價高/低(港元)	4.58/2.03
總股本(百萬)	7,660

資料來源：彭博

股東結構

信義集團(玻璃)有限公司	26.5%
李賢義及一致行動人	34.3%
自由流通	35.6%

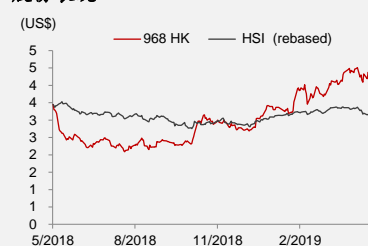
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.4%	-0.7%
3-月	4.6%	3.5%
6-月	41.7%	28.7%
12-月	15.9%	12.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

近期報告

- “中國可再生能源行業-中國正式發布配額制”-2019年5月16日
- “信義光能(968 HK)-布局走向上游，劍指2020平價需求”-2019年2月26日
- “信義光能(968 HK)-下半年面臨短期陣痛”-2018年7月31日

財務分析

利潤表

年結 12 月 31 日 (百萬港元)	FY17	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	9,159	11,373	14,714
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	6,653	8,568	11,616
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC 業務	2,307	189	246	319	415
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,144)	(6,659)	(8,935)
毛利	3,405	2,960	4,015	4,714	5,779
其它收入	181	176	155	155	155
其它 (虧損) / 盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(301)	(379)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(461)	(533)	(665)
息稅前收益	2,914	2,443	3,403	3,952	5,234
融資成本淨額	14	10	23	40	50
合資及聯營企業	(179)	(256)	(278)	(317)	(351)
額外其它	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,789	2,246	3,191	3,718	4,976
所得稅	(265)	(205)	(335)	(390)	(522)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
淨利潤	2,332	1,863	2,382	2,725	3,851

現金流量表

年結 12 月 31 日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,914	2,443	3,403	3,952	5,234
折舊和攤銷	551	707	836	1,013	1,217
運營資金變動	(1,765)	(255)	(883)	(465)	1,182
稅務開支	(242)	(237)	(314)	(390)	(522)
其它	(160)	(246)	(690)	(837)	(861)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,412	2,352	3,273	6,249
資本開支	(3,729)	(2,248)	(2,386)	(3,528)	(3,072)
聯營公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其它	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,843)	(4,131)	(3,675)
股份發行	2,572	(456)	1,200	-	-
淨借貸	1,267	837	1,183	1,403	916
股息	(999)	(1,095)	(893)	(1,226)	(1,578)
其它	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	4,413	780	(59)
現金增加淨額	511	(597)	3,923	(77)	2,515
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	4,706	4,629
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	784	4,706	4,629	7,144

資產負債表

年結 12 月 31 日 (百萬港元)	FY17	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	15,30	17,089	18,936	22,139	24,564
物業、廠房及設備	14,24	15,804	17,341	19,843	21,686
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	894	1,497	2,100
其它非流動資產	264	532	368	453	419
流動資產	7,467	6,803	11,597	12,694	15,318
現金及現金等價物	1,381	784	4,706	4,629	7,144
應收賬款	4,167	4,154	4,622	5,512	5,249
存貨	374	430	499	643	871
關聯款項	-	4	-	-	-
其它流動資產	1,545	1,432	1,769	1,910	2,054
流動負債	6,241	6,737	5,823	7,039	8,571
應付帳款	2,941	2,780	2,759	3,555	4,812
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,986	3,407	3,681
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	7,038	8,020	8,661
借貸	4,787	4,997	6,967	7,949	8,590
其它應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,68	12,059	17,672	19,774	22,649
少數股東權益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股東權益	10,12	10,434	13,123	14,622	16,894

主要比率

年結 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	72.6	75.3	78.9
太陽能發電業務	15.5	25.0	24.7	21.9	18.2
EPC 業務	24.2	2.5	2.7	2.8	2.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.7	38.6	43.8	41.4	39.3
稅前利率	29.3	29.3	34.8	32.7	33.8
淨利潤率	24.5	24.3	26.0	24.0	26.2
有效稅率	9.5	9.1	10.5	10.5	10.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.0	2.0	1.8	1.8
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.9	1.7	1.7
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.8	0.7	0.8
平均應收周轉天數	118.5	197.9	174.9	162.6	133.5
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	32.9	31.3	30.9
平均應付周轉天數	163.3	221.6	196.5	173.0	170.9
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	56.3	57.4	54.2
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	40.0	46.0	30.3
回報率 (%)					
股本回報率	23.0	17.9	18.2	18.6	22.8
資產回報率	10.2	7.8	7.8	7.8	9.7
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.30	0.34	0.48
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.14	0.16	0.23
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.63	1.82	2.10

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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，並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，並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責任。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。

本報告基於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並不時自行及/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，任何機構或個人於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個人。