

信义光能 (968 HK, HK\$2.69, 目标价 HK\$3.91, 买入) - 领导扩张浪潮

- ❖ **领导产能扩张浪潮。**信义光能是世界最大的光伏玻璃生产商, 公司目前控制 19.8% 全球光伏玻璃日熔量。2014 年, 信义光能领先投资大型光伏熔炉, 并成功抓住了 15 年下半年及 16 年上半年的中国光伏抢装潮机遇。自 2015 年起, 公司启动了下一轮产能扩张计划。我们预计到 2017 年 1 季度末, 信义光能的光伏玻璃日熔量将提升 74% 至每天 6,800 吨, 分别占全球及中国光伏玻璃日熔产能的 33% 及 34%。
- ❖ **大型化生产设备有助于公司维持高毛利。**我们认为公司启动的下一轮产能扩张将使信义光能维持在光伏玻璃毛利方面的领先优势, 因为 1) 大型化熔炉所制备的低成本产出占比将继续提升; 2) 马来西亚的生产设施将对人工及能源方面的成本缩减将释放进一步贡献。基于市场供应及需求趋于平衡, 光伏玻璃价格展望维持平稳, 以及更低的能源成本预期, 我们预测光伏玻璃板块的毛利率将在 2016 年提升 4.5 个百分点至 39.4%, 并于 2017-18 年维持于 39% 水平。
- ❖ **光伏发电业务: 新的增长引擎。**信义光能的光伏电站业务聚焦于玻璃产线已有布局的安徽和天津地区, 我们认为公司对这些地区更加熟悉并有利于更好的调配当地已有资源。在较短的业务发展期内, 公司实现了低成本的电站开发, 并获取了低成本的债务融资。与此同时, 公司也创立了信义能源作为光伏电站建成后的持有及运营实体。我们预测信义光能在 2015-18 年间, 在光伏电站装机可获年均复合增长高达 48.7%。我们预期高装机增速将使光伏发电业务成为强劲的增长引擎而驱动营收和利润实现双增长。
- ❖ **15-18 年预测净利润复合增长达 34.3%。**我们预期信义光能将在 2016 年取得不俗的业绩, 预测净利润 19.9 亿港元, 并且净利润率达 30.4%。对于 2017 及 2018 年, 我们预测净利润将随产能扩张分别增长至 26.6 亿及 29.2 亿港元, 期间净利润率维持高位至 29.3% 及 29.6%, 预测 15-18 年净利润年均复合增长率达 34.3%。
- ❖ **首次覆盖, 给予买入评级。**我们对于信义光能采用三阶段 DCF 模型进行估值, 预测公司股权公允价值为 263.9 亿港元, 对应每股价值 3.91 港元。在目前的 2.70 港元的交易价格, 我们的 2016 及 2017 年的预测股息率为 4.4% 及 5.9%。从 DCF 估值及股息率角度考虑, 估值均具有吸引力。首次覆盖信义光能, 我们给予买入评级, 我们的 DCF 目标价为 3.91 港元, 对应现价存在 44.8% 的上涨空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万港元)	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
净利润 (百万港元)	493	1,206	1,994	2,660	2,923
每股收益 (人民币)	8.4	18.5	29.5	39.4	43.3
每股收益变动 (%)	n/a	120	60	34	10
市盈率(x)	32.0	14.5	9.1	6.8	6.2
市帐率(x)	4.9	3.2	2.7	2.2	1.8
股息率 (%)	1.5	3.2	4.4	5.9	6.4
股本回报率 (%)	15.4	21.7	29.6	32.0	29.0
净财务杠杆率(%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

来源: 公司及招銀国际研究部

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

信义光能 (968 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.69
目标价	HK\$3.91
市值 (港币百万)	18,154
过去 3 月平均交易 (港币百万)	66.29
52 周高/低 (港币)	3.40/2.03
发行股数 (百万)	6,749
主要股东	信义玻璃(28.9%)

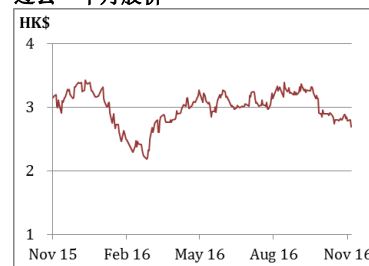
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.3%	-6.3%
3 月	-7.0%	-13.8%
6 月	17.4%	3.1%

来源: 彭博

过去一年月股价



来源: 彭博

利润表

年結：12月31日（百萬港元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	2,410	4,750	6,558	9,089	9,864
光伏玻璃銷售	2,379	3,911	4,922	6,821	6,994
太陽能發電業務	31	313	1,137	1,768	2,370
EPC業務	-	526	500	500	500
銷售成本	(1,649)	(3,040)	(3,538)	(4,914)	(5,223)
毛利	761	1,710	3,020	4,175	4,641
其它收入	87	143	155	155	155
其它（虧損）/ 盈利淨額	(13)	62	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(98)	(187)	(201)	(278)	(290)
行政開支	(160)	(318)	(413)	(581)	(608)
息稅前收益	577	1,411	2,556	3,466	3,893
融資成本淨額	2	5	6	5	6
合資及聯營企業	(7)	(21)	(78)	(127)	(173)
額外其它	-	-	-	-	-
稅前利潤	572	1,394	2,484	3,344	3,726
所得稅	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
少數股東權益	-	-	(168)	(265)	(355)
淨利潤	493	1,206	1,994	2,660	2,923

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	4,162	7,842	12,778	16,977	20,884
物業、廠房及設備	3,685	7,104	11,729	15,690	19,251
預付租金	180	180	211	221	236
合資企業投資	-	175	343	608	964
預付款	1	1	2	2	2
固定資產預付款	295	380	494	457	432
流動資產	1,602	4,893	5,303	6,840	8,368
現金及現金等價物	543	2,869	1,459	1,669	2,276
應收賬款	733	1,586	3,267	4,451	5,340
存貨	299	199	271	375	385
關聯款項	-	158	157	157	157
其它流動資產	28	81	150	187	211
流動負債	1,291	2,710	3,885	4,986	5,689
應付帳款	1,121	2,156	2,951	3,636	3,945
關聯欠款	-	4	18	18	18
遞延稅項	28	75	-	-	-
借貸	143	474	916	1,332	1,726
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	1,167	3,133	6,150	8,933	11,565
借貸	1,157	3,116	6,132	8,916	11,548
遞延稅項	10	17	17	17	17
少數股東權益	-	1,146	1,314	1,579	1,935
淨資產淨額	3,306	5,745	6,732	8,319	10,064
股東權益	3,306	5,745	6,732	8,319	10,064

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	577	1,411	2,556	3,466	3,893
折舊和攤銷	92	221	310	614	765
運營資金變動	117	(382)	(958)	(604)	(588)
稅務開支	(79)	(188)	(323)	(418)	(447)
其它	8	(211)	(225)	(305)	(410)
經營活動所得現金淨額	715	851	1,360	2,753	3,213
資本開支	(2,464)	(4,123)	(4,941)	(4,570)	(4,322)
聯營公司	-	(150)	-	-	-
其它	135	660	(490)	(107)	(141)
投資活動所得現金淨額	(2,328)	(3,613)	(5,431)	(4,678)	(4,462)
股份發行	778	1,674	-	-	-
淨借貸	1,300	2,290	3,458	3,199	3,025
股息	(200)	(434)	(797)	(1,064)	(1,169)
其它	-	1,580	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,878	5,110	2,661	2,135	1,856
現金增加淨額	265	2,349	(1,410)	210	607
年初現金及現金等價物	279	543	2,869	1,459	1,669
匯兌	(2)	(23)	-	-	-
年末現金及現金等價物	543	2,869	1,459	1,669	2,276
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	543	2,869	1,459	1,669	2,276

来源：公司、招银国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	98.7	82.3	75.0	75.0	70.9
太陽能發電業務	1.3	6.6	17.3	19.5	24.0
EPC業務	-	11.1	7.6	5.5	5.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	31.6	36.0	46.0	45.9	47.1
稅前利率	23.7	29.3	37.9	36.8	37.8
淨利潤率	20.5	25.4	30.4	29.3	29.6
有效稅率	13.8	13.5	13.0	12.5	12.0

Balance sheet ratios

流動比率 (x)	1.2	1.8	1.4	1.4	1.5
速動比率 (x)	1.0	1.7	1.3	1.3	1.4
現金比率 (x)	0.4	1.1	0.4	0.3	0.4
平均應收周轉天數	93.2	89.1	135.0	155.0	181.2
平均存貨周轉天數	43.2	29.9	24.2	24.0	26.6
平均應付周轉天數	162.8	196.7	263.4	244.6	264.9
債務/股本比率 (%)	39.3	52.1	87.6	103.5	110.6
淨負債/股東權益比率 (%)	22.9	12.6	83.0	103.1	109.3

回報率 (%)

股本回報率	15	21	30	32	29
資產回報率	9	10	11	11	10

每股數據

每股盈利 (港仙)	8.42	18.53	29.54	39.42	43.31
每股股息 (港仙)	4.00	8.70	11.80	15.80	17.40
每股淨值 (港元)	0.54	0.85	1.00	1.23	1.49

来源：公司、招银国际预测

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。