

涨价预期强烈，双面助推需求

——信义光能 (968.HK) 2018 年报点评

海外公司简报

◆公司收入、归母净利润同比分别降 19.5%、20.1%至 76.7、18.6 亿港元，符合我们预期：光伏玻璃营收同比降 3.2%至 55.6 亿港元；光伏发电同比增 30.3%至 19.2 亿港元，EPC 收入同比降 91.8%至 1.9 亿港元。光伏玻璃销量下滑 (-4.9%yoy) 及价格同比下跌，部分跌幅被产品组合变动 (双面占比提升至 10%) 及人民币兑港币汇率 (+3%) 的影响所抵消。

◆光伏玻璃毛利率好于预期，销售、财务费用有所上升：受高毛利率 (75%) 的发电业务占比提升影响，公司综合毛利率同比上升 2.9 个百分点至 38.6%。光伏玻璃毛利率同比降 4 个百分点至 26.2%，但好于我们预期 0.7 个百分点，拖累毛利率的因素：1) 市场需求骤降导致平均售价大幅下跌；2) 能源成本及纯碱等原材料成本上涨；3) 因维修升级而暂停的生产线的固定成本。销售费用同比增 13.3%至 2.7 亿港元，海外销售增长产生较高的额外运输及保险成本。财务费用同比增长 43%至 2.6 亿港元，主要因为光伏电站投运导致银行借贷增加及香港加息影响。

◆光伏玻璃存提价预期，双玻占比有望大幅提升：管理层指引 3 月需求旺盛，玻璃价格有望对标 2017 年均价 (26-27 元/平米)。为更好掌控上游优质资源 (超白砂)，公司计划 2020 年 1、2 季度在广西北海分别投产 2 条 1000 吨新产线。中期而言，同业除福莱特 (6865.HK) 之外均无大幅扩产计划，行业未来供需格局良好。公司产能扩张有望快于需求的增长，龙头地位稳固提升。18 年公司双面玻璃销售占比 10%，预计 19 年双玻的销量增长 70-100%。

◆上调目标价至 HK\$4.50，维持“买入”评级

下游需求旺盛、双玻占比提升，行业供给有序扩张，预计玻璃价格稳中有升；同时，公司拥有 2.3GW 光伏电站，预计受益于组件技术进步、成本下降、补贴回收加快。分别上调 2019-2020 年收入预测 1.4%、2.7%至 93.0、111.6 亿港元，上调归母净利润预测 4.9%、6.3%至 25.8、30.1 亿港元；预计 2021 年收入、归母净利润分别为 124.9、33.5 亿港元；基于绝对估值，上调目标价至 4.50 港币 (此前 3.43 港币)，维持“买入”评级。当前估值 11.3x2019 年 P/E。

◆风险提示：可再生能源补贴回收不达预期，终端需求不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万港币)	9,527	7,672	9,304	11,161	12,486
营业收入增长率%	59%	-19%	21%	20%	12%
净利润 (百万港币)	2,332	1,863	2,578	3,005	3,345
净利润增长率%	17%	-20%	38%	17%	11%
EPS (摊薄, 港币)	0.33	0.25	0.34	0.40	0.45
ROE (归属母公司)	24%	16%	20%	21%	20%
P/E	12.0	15.7	11.3	9.7	8.7
P/B	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (股价时间为 2019 年 2 月 25 日)

买入 (维持)

当前价/目标价: 3.90/4.50 港币

分析师

殷磊 (执业证书编号: S0930515070001)

021-52523802

yinl@ebscn.com

市场数据

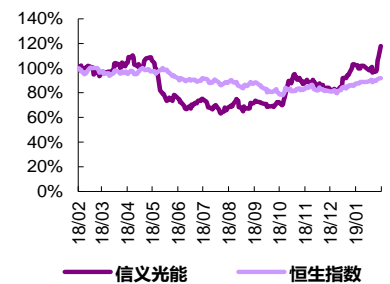
总股本(亿股): 76.61

总市值(亿港元): 298.78

一年最低/最高(港币): 2.03/3.95

近 3 月换手率: 27.3%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.0	77.4	33.4
绝对	15.0	92.0	25.4

资料来源: Wind

相关研报

1.信义光能 (968.hk) -业绩符合预期,行业有望加速整合 (2018-7-31)

2.信义光能 (968.hk) -全球光伏玻璃龙头,受益于光伏装机增长 (2018-3-6)

利润表 (百万港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	9,527	7,672	9,304	11,161	12,486
销售成本	-6,122	-4,711	-5,363	-6,527	-7,335
毛利	3,405	2,960	3,941	4,633	5,152
其他收入	181	176	176	176	176
销售及营销开支	-239	-271	-298	-357	-400
行政及其他运营开支	-433	-413	-465	-558	-624
应占联营及合营企业溢利	40	43	43	43	43
财务收入	14	10	12	18	21
财务成本	-179	-256	-293	-325	-327
除税前溢利	2,789	2,246	3,109	3,623	4,033
所得税开支	-265	-205	-283	-330	-367
年度溢利	2,524	2,042	2,826	3,293	3,666
非控股权益	192	179	247	288	321
归属股东净利	2,332	1,863	2,578	3,005	3,345
基本及摊薄每股盈利 (港币)	0.33	0.25	0.34	0.40	0.45

资产负债表 (百万港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,467	6,803	9,013	10,835	12,126
应收贸易款项及其他应收款项	4,167	4,154	5,038	6,043	6,761
现金及现金等价物	1,381	784	1,861	2,232	2,497
其他流动资产	1,919	1,866	2,115	2,559	2,868
非流动资产	15,301	17,089	18,382	19,621	20,416
物业、厂房及设备	14,240	15,804	17,098	18,336	19,131
其他非流动资产	1,061	1,285	1,285	1,285	1,285
资产总计	22,767	23,893	27,395	30,456	32,542
流动负债	6,241	6,737	7,589	8,443	8,795
银行借款	3,145	3,773	4,240	4,407	4,282
应付贸易款项及其他应付款项	2,941	2,780	3,165	3,852	4,329
其他	155	184	184	184	184
非流动负债	4,846	5,096	6,187	6,575	6,285
银行借款	4,787	4,997	6,087	6,475	6,185
其他	59	100	100	100	100
总负债	11,087	11,834	13,776	15,018	15,079
股本	742	766	766	766	766
其他储备	3,591	2,233	2,233	2,233	2,233
保留盈利	5,788	7,435	8,749	10,279	11,983
非控股权益	1,559	1,625	1,872	2,160	2,481
权益总额	11,680	12,059	13,619	15,438	17,463

现金流量表 (百万港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,298	2,310	2,773	3,273	3,900
除所得税前溢利	2,789	2,246	3,109	3,623	4,033
折旧摊销	549	645	707	761	805
减: 净营运资金增加	-1,740	-28	-748	-763	-550
其他	-301	-553	-295	-348	-388
投资活动现金流	-2,490	-3,035	-1,988	-1,982	-1,579
资本性支出	-2,511	-3,000	-2,000	-2,000	-1,600
其他	21	-35	12	18	21
融资活动现金流	1,703	174	293	-920	-2,056
债务净变化	1,235	-	1,558	555	-
股本净变化	1,507	-	-	-	-
其他	-1,039	174	-1,265	-1,474	-2,056
净现金流	511	-551	1,077	371	265

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
营业收入增长率	59%	-19%	21%	20%	12%
营业利润增长率	24%	-13%	33%	18%	11%
净利润增长率	17%	-20%	38%	17%	11%
估值指标					
P/E	12.0	15.7	11.3	9.7	8.7
P/B	2.8	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.1	13.9	10.5	9.2	8.3
盈利能力 (%)					
毛利率	36%	39%	42%	42%	41%
净利率	24%	24%	28%	27%	27%
ROE	24%	16%	20%	21%	20%
ROIC	13%	10%	12%	13%	13%
偿债能力					
资产负债率	49%	50%	50%	49%	46%
净负债权益比	22%	25%	24%	22%	20%
流动比率	1.2	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	2.3	1.7	2.0	2.3	2.7
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
每股收益 (港币)	0.33	0.25	0.34	0.40	0.45
每股经营现金流 (港币)	0.18	0.31	0.37	0.44	0.52
每股净资产 (港币)	1.42	1.39	1.57	1.77	2.00
每股股利 (港币)	0.15	0.12	0.17	0.20	0.22

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781