

00000.HK 信义光能

未评级

业绩靓丽，毛利率提升

2016年3月17日

市场数据

报告日期	2016.3.17
收盘价(港元)	2.79
总股本(百万股)	6,505
总市值(百万港元)	18,149
净资产(百万港元)	6,891
总资产(百万港元)	12,735
每股净资产(港元)	0.85

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	1,535	1,970	2,426	4,778
同比增长(%)	24.12%	28.30%	23.17%	96.92%
净利润(百万港元)	120	304	493	1,206
同比增长(%)	-62.64%	153.48%	62.77%	144.56%
毛利率(%)	17.23%	30.11%	31.57%	36.00%
净利润率(%)	7.81%	15.42%	20.32%	25.23%
净资产收益率(%)	12.07%	18.00%	17.55%	26.64%
每股收益(港元)	0.03	0.07	0.08	0.19

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

业绩点评-20140227
 调研纪要-20140515
 业绩点评-20140724
 会议摘要-20141210
 会议摘要-20150512
 业绩点评-20150803

海外新能源研究

分析师: 刘小明
 liuxiaoming@xyzq.com.cn
 SFC: AYM804
 SAC: S0190516020001

投资要点

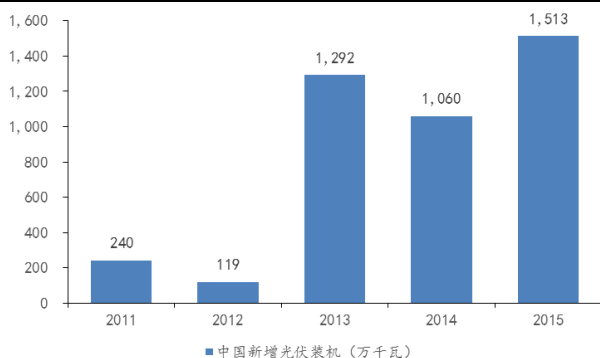
- **2015年业绩靓丽。**公司2015年实现收入4,750百万港元,同比增长97%;公司权益持有人应占利润1,206百万港元,同比增长145%;EPS为18.53港仙,同比增长120%;末期股息为4.5港仙(2014: 2.4港仙)。公司收入的爆发增长来自于全业务板块同时爆发增长。
- **毛利增长超出市场预期。**公司的各项业务毛利率均有效提升,带动公司总体毛利率水平从2014年的31.6%增加到36%。光伏原片玻璃业务毛利率从11.1%增加至13.8%;光伏加工玻璃毛利率从33.1%增加至36.1%。未来预计太阳能发电业务毛利率会维持在70%左右。我们预计若公司进一步扩大产能,加工玻璃的规模效应或将进一步体现带动毛利率持续提升。
- **新增产能收获回报,公司继续扩大产能。**产能的扩张使公司在2015年下半年充分抓住国内的光伏抢装,收获了回报。公司计划在未来两年内继续扩大产能,其中在马来西亚投产建设一条900吨/天的光伏玻璃生产线(2016年四季度投产),在安徽省建设两天1000吨/天的光伏玻璃生产线(分别于2016年四季度和2017年一季度投产)。
- **光伏发电业务成为新的增长点。**公司在2015年大幅增加光伏电站投资,并网容量从2014年末的250MW提升至2015年末的610MW,同时还有250MW预计将于2016年一季度并网,174MW项目在建预计在今年实现并网。另外预计公司今年新增并网700MW。
- **我们的观点。**信义光能是全球最大的光伏玻璃生产企业之一,具备产能的规模优势,公司未来两年将继续扩大产能,将继续受益于全球光伏装机的快速增长和公司自身的规模优势。同时公司积极布局下游电站业务和EPC业务,形成业务闭环和业绩新的增长点。我们建议投资者积极密切关注公司新产能投放和电站业务开发进度。
- **风险提示:**全球光伏装机增速放缓,公司产能投产延期,光伏玻璃价格下降。

报告正文

业绩点评

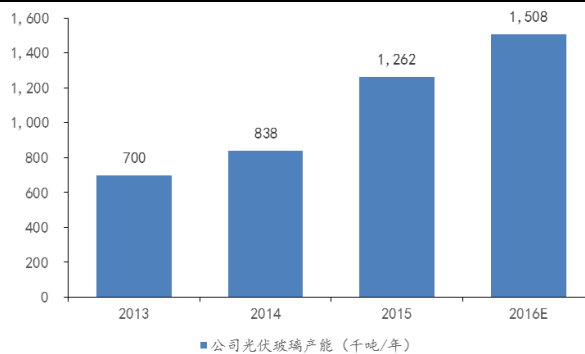
- **2015 年业绩靓丽。**公司 2015 年实现收入 4,750 百万港元，同比增长 97%；公司权益持有人应占利润 1,206 百万港元，同比增长 145%；EPS 为 18.53 港仙，同比增长 120%；末期股息为 4.5 港仙（2014：2.4 港仙）。公司收入的爆发增长来自于全业务板块同时爆发增长。太阳能玻璃方面，光伏加工玻璃收入从 2014 年 2,142 百万元同比增长 72.4% 至 3,693 百万港元；太阳能发电场业务方面，发电收入从 30 百万港元增长至 313 百万港元，而 EPC 服务收入则从无到有，实现 527 百万港元的收入；只有光伏原片玻璃收入出现微跌。公司各版块业务收入的强劲增长来自于 2015 年内全球光伏市场安装的强劲增长，以及公司及时敏锐的拓展新业务。从收入区域分析，公司的光伏玻璃业务 2015 年在中国市场收入占比 82%，海外市场占比 18%，国内市场仍然是公司主要的业务来源。
- **毛利增长超出市场预期。**公司的各项业务毛利率均有效提升，带动公司总体毛利率水平从 2014 年的 31.6% 增加到 36%。具体而言，光伏原片玻璃业务毛利率从 11.1% 增加至 13.8%；光伏加工玻璃毛利率从 33.1 增加至 36.1%；太阳能发电业务毛利率从 87.1% 下降至 73.4%，但是下降是由于 2014 年只有一个电站运营了小段时间，所以没有完整财务表现所致，未来预计太阳能发电业务毛利率会维持在 70% 左右；EPC 服务方面，公司 2015 年的毛利为 22%。公司毛利率的提升主要是由于光伏加工玻璃销量提升带来产量提升所产生的规模效应所致，以及高毛利的太阳能发电业务的贡献。我们预计若公司进一步扩大产能，加工玻璃的规模效应或将进一步体现带动毛利率继续提升。

图 1、中国光伏装机增长



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

图 2、公司光伏玻璃产能



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

- **新增产能收获回报，公司继续扩大产能。**公司于 2014 年下半年扩张了光伏玻璃产能，增设了两条 900 吨/天的超白光伏原片玻璃生产线，并在 2015 年将一条 500 吨/天的光伏原片生产线升级至 600 吨/天，产能的扩张使公司在 2015 年下半年充分抓住国内的光伏抢装，收获了回报。公司计划在未来两年内继续扩大产能，其中在马来西亚投产建设一条 900 吨/天的光伏玻璃生产线（2016 年四季度投产），在安徽省建设两条 1000 吨/天的光伏玻璃生产线（分别于 2016 年四季度和 2017 年一季度投产）。若未来数年内全球包括中国光伏市场

装机保持快速增长，则公司有望继续从扩大的产能中受益。

- **光伏发电业务成为新的增长点。**公司在 2015 年大幅增加光伏电站投资，并网容量从 2014 年末的 250MW 提升至 2015 年末的 610MW，同时还有 250MW 预计将于 2016 年一季度并网，174MW 项目在建预计在今年实现并网。另外预计公司今年新增并网 700MW。我们认为下游电站开发可以为公司增加新的增长点，同时可以与公司的光伏玻璃业务形成良好的互补，提高公司经营利润的稳定性。
- **成立信义新能源助力公司电站业务发展并计划分拆上市。**公司于 2015 年成立信义新能源公司，由上市公司持股 75%。信义新能源主要负责公司电站的运营和管理以及出售，是公司为了增加融资灵活性而设立的实体。后期上市公司负责电站的开发，信义新能源负责电站的管理和运营并将电站出售所得现金返回公司以支持公司的光伏电站开发业务。信义新能源作为上市公司新的融资通道，将可以灵活的采用债权或股权融资的方法来为公司电站开发筹集资金，而不会直接和立即摊薄公司股东权益。公司计划在 2017 年将信义新能源分拆上市一释放电站价值并融资发展扩大电站运营规模。
- **我们的观点。**信义光能是全球最大的光伏玻璃生产企业之一，具备产能的规模优势，2015 年靓丽的业绩来自于公司 2014 年新增产能业绩释放，公司未来两年将继续扩大产能，将继续受益于全球光伏装机的快速增长和公司自身的规模优势。同时公司积极布局下游电站业务和 EPC 业务，形成业务闭环和业绩新的增长点。我们建议投资者积极密切关注公司新产能投放和电站业务开发进度。
- **风险提示：**全球光伏装机增速放缓，公司产能投产延期，光伏玻璃价格下降。

表 1：信义光能 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

单位：千港元	2015	2014	YoY	点评
营业收入	4,750,410	2,410,004	97.1%	光伏加工玻璃销量增加，发电收入和EPC收入增加
销售成本	(3,040,159)	(1,649,067)	84.4%	
毛利	1,710,251	760,937	124.8%	毛利率提升，受益于公司的规模效应
其他收入	142,710	87,413	63.3%	政府补贴增加
其他盈利（亏损）净额	61,589	(13,038)	-572.4%	有一笔一次性出售附属公司收益
销售及分销开支	(186,521)	(98,459)	89.4%	
行政开支	(317,550)	(160,125)	98.3%	
经营利润	1,410,479	576,728	144.6%	
财务收入	4,602	2,361	94.9%	
财务费用	(21,095)	(7,441)	183.5%	银行借款增多
税前利润	1,393,986	571,648	143.9%	
所得税开支	(188,389)	(78,676)	139.4%	
本期净利润	1,205,597	492,972	144.6%	
基本EPS(港仙)	18.53	8.42	120.1%	加权平均股数增多

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

现场问答：

Q1：公司 16-18 年的光伏电站装机目标？

公司计划 16 年新增装机 700MW，不包括 15 年延后并网的 174MW。在 16 年底公司并网容量将在 1.7GW 左右。

Q2: 2015 年末的应收款增加较多，约 16 亿元，主要原因是什么，怎么回收？公司应收未收帐超过 180 天的已经超过 1 亿，如何处理？

应收账款里面光伏玻璃业务有大约 6 亿左右，另外是政府的电站补贴大概是 2 亿左右，另外还有 8 个亿是来自光伏电站固定资产投资带来的进项增值税抵扣。

1 亿的应收未收帐主要来自 14 年电站的补贴未收到。

Q3: 公司和福莱特玻璃都在马来西亚扩产，会不会造成产能过剩？

光伏行业过去几年都是 20% 以上的复式增长，公司认为行业可以消化增加的产能，光伏玻璃价格从 2015 年第三季度到现在处于上升通道。公司预计光伏玻璃价格在 2016 年继续平稳上升，而成本会继续下降，所以公司展望 2016 年光伏玻璃的盈利能力非常正面。

公司在安徽的新增产能会分两年逐步投放，公司认为可以符合行业增长，不会对供需平衡产生重大影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。