

买入 (上调)

目标价: 3.61 港元

现价: 2.65 港元

预期升幅: 36.2%

市场数据

报告日期 2016.11.30

收盘价(港元)	2.65
总股本(百万股)	6,749
总市值(百万港元)	17,885
净资产(百万港元)	7,653
总资产(百万港元)	15,810
每股净资产(港元)	1.13

数据来源: Wind

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
 业绩点评-20160317
 深度报告-20160607
 业绩点评-20160804

海外新能源研究

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

0968.HK 信义光能

光伏玻璃价格下跌接近尾声, 行业波动利好龙头

2016年11月30日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,750	6,552	9,024	11,407
同比增长(%)	97.1%	37.9%	37.7%	26.4%
净利润(百万元)	1,206	1,745	2,239	3,130
同比增长(%)	144.6%	44.8%	28.3%	39.8%
净利润率(%)	25.4%	26.6%	24.8%	27.4%
ROE	23.6%	22.2%	22.8%	25.8%
ROA	13.0%	11.3%	10.6%	11.9%
每股收益(港仙)	18.53	25.86	33.18	46.38
P/E	14.41	10.32	8.05	5.76
股息率	3.3%	4.6%	5.8%	8.2%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

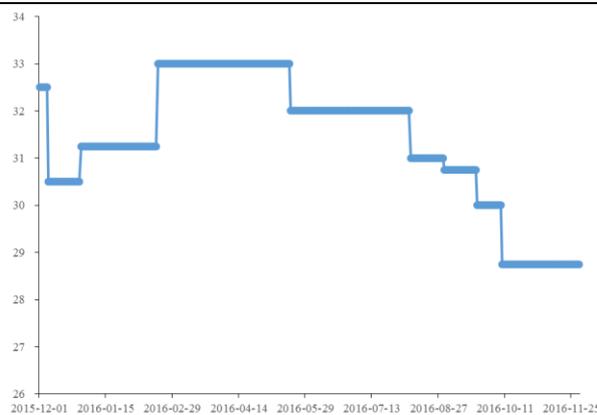
- **光伏玻璃价格下跌或接近尾声。**我们近期与公司管理层进行了交流, 根据我们最新的跟踪, 公司的主营业务光伏玻璃价格最新出厂价格在 28 元/平方米左右, 距离上半年 2-5 月份最高出厂价 33 元/平方米跌幅在 15% 左右, 距离上半年平均出厂价约 31.5 元/平方米的价格跌幅在 10% 左右; 进入 10 月份以后, 随着主要厂商库存的下降以及下游需求的重新回暖, 光伏玻璃价格逐步企稳。我们认为价格下跌或许已经接近尾声, 由于光伏标杆电价预计进一步大幅下调, 四季度以及明年上半年很可能再次出现一定规模的抢装, 需求的回暖将为产品价格提供支持。
- **纯碱价格上涨, 成本上升。**华东地区重质纯碱价格从 1,600 元/吨上涨至最新的 2,050 元/吨左右, 本轮纯碱价格上涨预计会影响光伏玻璃毛利约 2 个百分点左右。
- **马来西亚和本部新产能投产, 但贡献主要在明年。**公司位于马来西亚的 900 吨/日新产能已经于 11 月 16 日点火, 位于芜湖的 1,000 吨/日新产能也于 11 月 28 日点火, 但考虑到新产能点火至出片需时 1 个月左右, 因此这两条生产线的产能贡献主要在明年。
- **光伏电站开发略有放缓, 部分电站并网延期至明年一季度。**公司之前指引截止 2016 年末并网装机容量将达到 1.7GW 左右, 但由于部分项目公司获得核准较晚, 因此可能部分项目并网时间将延期至明年一季度。
- **我们的观点:** 信义光能 (968.HK) 是全球光伏玻璃行业龙头, 同时公司亦在积极快速推进光伏电站建设和运营业务。受累于今年光伏市场波动剧烈, 公司的业绩预计也会出现波动, 但我们认为公司是中国光伏产业链最优质的公司之一, 产品和成本具备显著竞争力, 战略清晰且执行力上佳。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 6,552、9,024 和 11,407 百万港元, 归属股东净利润分别为 1,745、2,239 和 3,130 百万港元, EPS 分别为 0.26、0.33 和 0.46 港元。我们相信行业的波动反而有利于公司建立和强化竞争优势, 上调公司的评级至“买入”, 并维持公司的目标价不变。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 电站并网进度较慢

报告正文

跟踪报告

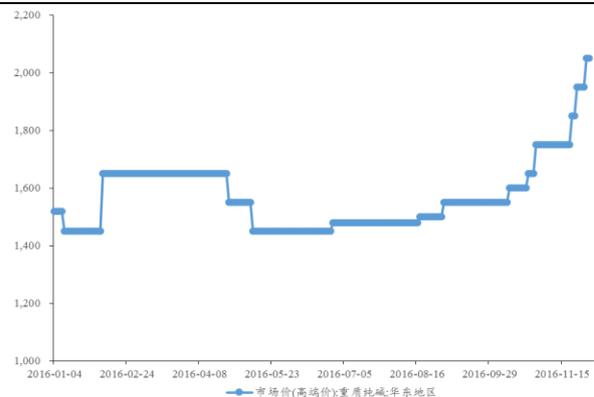
- **光伏玻璃价格下跌或接近尾声。**我们近期与公司管理层进行了交流，根据我们最新的跟踪，公司的主营业务光伏玻璃价格最新出厂价格在 28 元/平方米左右，距离上半年 2-5 月份最高出厂价 33 元/平方米跌幅在 15% 左右，距离上半年平均出厂价约 31.5 元/平方米的价格跌幅在 10% 左右。图 1 列出了公司近一年光伏玻璃出厂价格变化趋势，下跌集中发生在第三季度的 8 月末和 9 月份；进入 10 月份以后，随着主要厂商库存的下降以及下游需求的重新回暖，光伏玻璃价格逐步企稳。我们认为公司全年平均光伏玻璃出厂价格在 30.5 元/平方米左右。由于公司在行业中处于龙头地位，出货量占据 30% 以上份额，公司光伏玻璃价格走势基本与行业平均价格走势一致。此轮光伏玻璃价格下跌在我们预期之中，唯幅度略超预期。我们认为价格下跌或许已经接近尾声，由于光伏标杆电价预计进一步大幅下调，四季度以及明年上半年很可能再次出现一定规模的抢装，需求的回暖将为产品价格提供支持。另外，多晶硅、硅片和组件价格已经于近期出现较大反弹，也支持我们的观点。从过往经验判断，光伏玻璃价格波动会跟随硅料价格波动且方向一致，唯出现阶段性延迟。

图 1、光伏玻璃价格（元/平米）近一年变化趋势



资料来源：兴业证券研究所

图 2、华东地区今年纯碱价格变化（元/吨）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **纯碱价格上涨，天然气或将上涨，成本上升。**国内纯碱价格进入四季度以来大幅拉涨，主要原因是货源紧张且青海内蒙等地区由于雨雪天气货源发运不畅，华东地区重质纯碱价格从 1,600 元/吨上涨至最新的 2,050 元/吨左右，上涨幅度达 20% 以上。纯碱是公司光伏玻璃的主要原材料之一，成本结构中占比约 13% 左右，考虑公司约有 1 个月左右的原材料库存，因此本轮纯碱价格上涨预计会影响光伏玻璃毛利约 2 个百分点左右。若纯碱继续上涨且居高不下，则负面影响或将扩大。天然气方面，公司尚未收到中石油方面的涨价通知，若后期天然气价格在冬天涨价，也会增加公司能源成本，但预计本年度的业绩不会受到影响。与同行相比，公司单位产出所耗的天然气较小，因此受负面影响也会较小。

- **光伏玻璃市场供需情况分析。** 光伏玻璃下游需求主要来自全球每年光伏新增装机，预计 2016 年全球新增装机 70GW 以上，2017 年新增装机持平或者微跌（主要的需求来自于中国）。供应方面，目前全球绝大部分光伏玻璃产能处于中国大陆，中国大陆目前有光伏玻璃厂家 20-30 家，其中以信义光能（968.HK）和福莱特玻璃（6865.HK）为主，其他主要厂家包括南玻、中航三鑫、安彩高科、台玻等。根据卓创资讯，截至目前国内光伏玻璃原片总产能将达到 18,580 吨/日。从窑炉点火时间来看，理论上明年将有部分窑炉到期冷修，将对市场供应过大带来缓解作用。光伏玻璃厂商较多，但成本差异较大，上半年两大龙头毛利率均超过 40%，但亦有部分厂商毛利率约 20% 左右，主要原因在于光伏玻璃窑炉的规模效应（主要是能耗成本）以及技术水平（如成品率）的差别。此外，光伏玻璃供应端亦有明显的周期性，一般来讲，窑炉运行 5-6 年后要进行冷修，冷修所需时间在 6-9 个月，且冷修所需的投资金额亦较大，预计行业内 20% 左右的产能将陆续进入冷修或者被淘汰而停产。未来行业新增产能主要来自两大龙头厂商的扩产计划、大型玻璃厂商如旗滨集团宣布光伏玻璃产能建设计划以及部分中小型厂商的扩产计划，而新建产能一般需要 1.5-2 年左右建设时间方能投产。根据我们的跟踪，在目前光伏玻璃价格环比下降 10% 以上，且成本在提升的情况下，国内部分中小厂商已经接近盈亏平衡点，部分新产能延期的点火时间，这客观上也有利于大型厂商如信义光能持续提高市场份额。

表 1：近期国内光伏玻璃市场供应情况

企业	生产线	变化
河北金信	两窑五线700T	原计划12月5日点火
芜湖信义	二窑八线1800T	其中一条于11月28日点火；马来西亚900T窑炉于11月16日点火
嘉兴福莱特	一窑四线500T	冷修计划推迟，时间未定，技改成650T
河南天昱	一窑二线250T	冷修中，点火复产时间尚无定论
浙江大明	一窑四线500T	原定11月18日点火推迟，后期将生产浮法玻璃
江西赣悦	一窑四线600T	筹建中，计划2017年建成并点火
旗滨集团	一窑二线250T	计划在湖南省资兴经济开发区资五工业园，投资约20亿元人民币兴建两条日产共1500吨光伏玻璃、光电玻璃及高档产业玻璃生产线项目
陕西彩虹	一窑四线800T	预计2017年上半年建成并点火
中建材（合肥）	一窑五线1000T	筹建中，预计明年3季度点火
安源光伏	一窑二线250T	正在招商引资、寻求合作，部分生产以及外包给江苏企业，点火时间尚未明确

资料来源：卓创资讯，兴业证券研究所

- **马来西亚和本部新产能投产，但贡献主要在明年。** 公司位于马来西亚的 900 吨/日新产能已经于 11 月 16 日点火，位于芜湖的 1,000 吨/日新产能也于 11 月 28 日点火，但考虑到新产能点火至出片需时 1 个月左右，因此两条生产线的产能贡献主要在明年。
- **光伏电站开发略有放缓，部分电站并网延期至明年一季度。** 公司之前指引截止 2016 年末并网装机容量将达到 1.7GW 左右，但由于部分项目公司获得核

准较晚，因此可能部分项目并网时间将延期至明年一季度。

- **盈利预测更新。** 我们的盈利预测更新主要基于光伏玻璃价格下降幅度略超预期、原材料上涨、新产能投产时间较早和部分电站项目并网延期至明年，我们调降今年盈利预测同时调升明年盈利预测。

表 2、信义光能盈利预测更新

	更新前			更新后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万港元）	6,629	8,625	11,443	6,552	9,024	11,407
同比增长	39.5%	30.1%	32.7%	37.9%	37.7%	26.4%
调升（调降）幅度				-1.2%	4.6%	-0.3%
净利润（百万港元）	1,792	2,169	3,201	1,745	2,239	3,130
同比增长	48.6%	21.0%	47.6%	44.8%	28.3%	39.8%
调升（调降）幅度				-2.6%	3.2%	-2.2%
净资产收益率	22.2%	21.9%	26.2%	22.2%	22.8%	25.8%
每股收益（港元）	0.27	0.32	0.47	0.26	0.33	0.46
调升（调降）幅度				-2.6%	3.2%	-2.2%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

- **我们的观点：** 信义光能（968.HK）是全球光伏玻璃行业龙头，同时公司亦在积极快速推进光伏电站建设和运营业务。受累于今年光伏市场波动剧烈，公司的业绩预计也会出现波动，但我们认为公司是中国光伏产业链最优质的公司之一，产品和成本具备显著竞争力，战略清晰且执行力上佳。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 6,552、9,024 和 11,407 百万港元，归属股东净利润分别为 1,745、2,239 和 3,130 百万港元，EPS 分别为 0.26、0.33 和 0.46 港元，对应目前股价 P/E 分别为 10.3 倍、8.1 倍和 5.8 倍。我们相信行业的波动反而有利于公司建立和强化竞争优势，上调公司的评级至“买入”，并维持公司的目标价不变。
- **风险提示：** 行业竞争加剧，电站并网进度较慢。

附表

财务报表摘要					损益表				
资产负债表					损益表				
百万港元, 财务年度截至12月底					百万港元				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
现金	2,869	2,704	1,006	852	收入	4,750	6,552	9,024	11,407
应收贸易账款	1,586	2,187	3,013	3,808	销售成本	(3,040)	(3,876)	(5,541)	(6,408)
存货	199	262	359	381	毛利	1,710	2,676	3,483	4,999
其他应收款项	239	388	275	213	其它收入	143	157	172	190
流动资产	4,893	5,541	4,652	5,254	销售费用	(187)	(245)	(336)	(357)
物业厂房及设备	7,104	11,780	18,440	22,520	管理费用	(318)	(349)	(384)	(461)
其他非流动资产	738	873	927	955	营业利润	1,410	2,254	2,957	4,390
总资产	12,735	18,194	24,019	28,730	财务费用	(21)	(98)	(149)	(215)
应付帐款	2,156	2,974	4,096	5,178	税前利润	1,394	2,163	2,817	4,186
短期借款	474	654	901	1,139	所得税	(188)	(286)	(366)	(544)
其他流动负债	79	111	146	183	股东净利润	1,206	1,745	2,239	3,130
流动负债	2,710	3,739	5,143	6,500	EPS (港仙)	18.53	25.86	33.18	46.38
长期借款	3,116	4,249	7,129	9,529	增长				
递延税项负债	17	24	33	42	总收入 (%)	97.1%	37.9%	37.7%	26.4%
总负债	5,843	8,012	12,305	16,070	归母净利润 (%)	144.6%	44.8%	28.3%	39.8%
少数股东权益	1,146	1,382	2,822	3,322	每股收益 (%)	120.1%	39.6%	28.3%	39.8%
公司股东权益	6,891	8,859	10,795	12,116					
每股账面值(港元)	1.02	1.31	1.60	1.80	财务分析				
营运资金	2,183	1,802	(492)	(1,246)		2015A	2016E	2017E	2018E
					盈利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	36.0%	40.8%	38.6%	43.8%
百万港元, 财务年度截至12月底					净利率 (%)	25.4%	26.6%	24.8%	27.4%
	2015A	2016E	2017E	2018E	经营利润率 (%)	29.7%	34.4%	32.8%	38.5%
EBITDA	1,636	2,626	3,536	5,097	营运表现				
财务费用	21	98	149	215	SG&A/收入 (%)	3.9%	3.7%	3.7%	3.1%
折旧摊销	221	367	575	702	实际税率 (%)	13.5%	13.2%	13.0%	13.0%
所得税	(130)	(200)	(256)	(381)	资产周转率	51.4%	42.4%	42.8%	43.3%
其它	(897)	(793)	(1,122)	(2,158)	应付账款天数	197	242	233	264
营运性现金流	851	2,098	2,882	3,475	应收账款天数	89	105	105	109
资本开支	(3,532)	(4,573)	(6,660)	(5,580)	财务状况				
其他投资活动	(81)	133	148	164	负债/总资产	45.9%	44.0%	51.2%	55.9%
投资性现金流	(3,613)	(4,441)	(6,512)	(5,416)	总资产/股东权益	184.8%	205.4%	222.5%	237.1%
借款所得款项	2,862	2,653	3,035	2,925	盈利对利息倍数	7.49	7.90	8.07	8.07
偿还借款	(571)	(474)	(1,103)	(1,138)	P/E	14.41	10.32	8.05	5.76
其他融资活动	2,820	0	0	0	P/B	2.61	2.03	1.67	1.49
融资性现金流	5,110	2,178	1,932	1,787					
现金变化	2,349	(165)	(1,698)	(154)					
期初持有现金	543	2,869	2,704	1,006					
期末持有现金	2,869	2,704	1,006	852					

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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
朱元斌	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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	陈振光	13818288830	chenzg@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。