

增持 (维持)

08328.HK 信义储电

短期利润下滑，关注长期发展

目标价：3.99 港元

现价：2.54 港元

2023年8月8日

预期升幅：57.0%

市场数据

日期	2023/8/8
收盘价(港元)	2.54
总股本(亿股)	7.9
总市值(亿港元)	19.9
净资产(亿港元)	11.4
总资产(亿港元)	22.7
每股归母净资产(港元)	1.45

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

信义储电跟踪报告：推进3E业务，看好长期空间_20230608

信义储电2022年业绩点评：三大新能源业务驱动，成长前景可期_20230326

海外研究

分析师：

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意：张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

投资要点

- 我们的观点：**信义储电以分布式光伏 EPC、胶膜、储能“3E”业务驱动增长，其 EPC 业务国内海外双轮驱动，户用储能产品于 2023Q2 开始出货，胶膜目标 2023 年产能 50GW，三大业务前景可期。新业务推进早期利润率稍低，公司 2023H1 利润短期回落；若后续储能、胶膜业务推进顺利，公司 2024 年有望实现较大业绩弹性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.58、1.15、1.84 亿港元，分别同比+26.4%、+97.8%、+60.0%。我们给予公司目标价 3.99 港元，对应 2023-2025 年 PE 各为 54.0x、27.3x、17.1x；目标价相较于现价有 57.0% 上涨空间；维持公司“增持”评级，建议投资者关注。
- 收入增长，利润短期承压：**2023H1 公司营收同比+57.4%至 5.51 亿港元，主要由储能及胶膜业务增长驱动；期内储能、EPC、光伏胶膜、汽车玻璃维修及更换服务、其他业务收入占比各为 28.8%、39.1%、22.3%、4.3%、5.5%。2023H1 公司毛利同比-27.2%至 0.59 亿港元；毛利率同比-12.5pcts 至 10.8%，部分由于毛利率稍低工商业储能占比提升，胶膜业务处于产品导入期。2023H1 公司获政府补贴 4,073 万港元，部分抵消了毛利率下滑的负面影响；期内公司归母净利润同比-38.0%至 1,353 万港元。
- 储能业务转型，工商业、户用储能陆续出货：**公司垂直整合产业链，在江苏张家港有锂电池及储能产品产线，储能产品从电芯、Pack、电池管理系统、能量管理系统、终端集成产品全部自研自产，并从此前的叉车等非道路车辆配套向工商业及户用储能转型。2022 年公司发电侧工商业储能实现出货，全年出货量 129MWh；户用产品方面，公司打造光储充一体化；充电桩产品 2022 年在北美市场稳定出货；户用储能产品和逆变器厂达成战略合作，2023Q2 开始供货。2023H1，公司储能业务收入 1.59 亿港元，同比+139.6%，主要由工商业储能驱动；其中 Q1、Q2 分别出货 1.14、0.45 亿港元。2023H1，公司储能业务毛利率 2.8%，同比-8.5pcts，环比-3.0pcts，主要由于毛利率稍低的工商业储能占比提升。
- 推进胶膜产品认证，产能投放：**2022 年公司胶膜业务启航，芜湖 16GW 封装胶膜产能投产；另有马来西亚 5GW 产能于 2023Q3 开始陆续释放；并计划于 2023 年内将芜湖胶膜产能提升至 45GW，届时公司胶膜总产能升至 50GW。公司产品包括 EVA、POE、EPE 胶膜，2023H1 胶膜业务收入 1.23 亿港元，同比+1220.4%；胶膜业务仍处于启动阶段，期内毛利率-2.4%，环比+8.8pcts。截至 2023H1 末，公司已实现 6 家前十五大组件厂的配套认证；公司背靠信义集团的原材料采购、成本管控、客户资源优势，若胶膜业务的组件厂认证及导入工作如期推进，收入有望快速增长，后续带来利润增量。
- 分布式光伏 EPC 国内海外双轮驱动：**公司的中国 EPC 业务面向工商业屋顶，采取客户自持模式；加拿大业务通过附属公司 Polaron Energy 运营，定位户用及小型商用场景，主要为租赁模式；公司或将开拓其他海外市场。2023H1，公司 EPC 收入 2.15 亿港元，同比-11.2%；毛利率 20.3%，同比-6.5pcts，环比+3.1pcts。随着组件价格低位企稳，公司 EPC 业务 2023H2 有望环比提升。
- 风险提示：**产品价格波动，胶膜、储能、EPC 订单不及预期，成本超预期上涨，原材料供应不足，行业产能过剩。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	1,066	2,023	3,803	5,725
同比增长	110.6%	89.8%	88.0%	50.5%
归母净利润(百万港元)	46	58	115	184
同比增长	-26.7%	26.4%	97.8%	60.0%
毛利率	15.5%	11.7%	12.9%	13.5%
归母净利润率	4.3%	2.9%	3.0%	3.2%
ROE	4.9%	5.0%	9.2%	13.2%
EPS(港仙)	6.15	7.39	14.61	23.37

来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,338	1,436	2,143	2,515	营业收入	1,066	2,023	3,803	5,725
现金及现金等价物	162	179	294	497	销售成本	-901	-1,787	-3,313	-4,954
存货	519	637	894	1,013	毛利	165	236	490	771
合约资产、贸易及其他应收款项与预付款项	628	587	915	957	其他收入	7	107	126	137
非流动资产	966	1,186	1,460	1,797	销售及营销成本	-19	-54	-96	-138
物业、厂房及设备	628	873	1,082	1,341	行政开支	-78	-178	-318	-454
无形资产	24	19	15	12	营业利润	78	116	204	315
按公允价值计入其他全面收入的金融资产	25	28	31	34	税前利润	77	97	192	307
应收融资租赁款项	184	184	231	284	所得税	-22	-28	-55	-87
物业、厂房及设备的预付款项	105	82	102	126	净利润	55	69	137	220
总资产	2,304	2,622	3,604	4,312	少数股东净利润	9	11	23	36
流动负债	996	1,202	1,991	2,410	归母净利润	46	58	115	184
合约负债、贸易及其他应付款项	774	974	1,757	2,169	主要财务比率				
租赁负债	6	8	10	12	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
银行借款	208	211	213	215	成长性				
非流动负债	157	200	255	326	营收增长率	110.6%	89.8%	88.0%	50.5%
租赁负债	4	6	8	9	毛利增长率	31.1%	42.9%	107.5%	57.2%
银行借款	131	170	221	287	归母净利润增长率	-26.7%	26.4%	97.8%	60.0%
递延税项负债	22	24	27	30	盈利能力				
总负债	1,154	1,402	2,246	2,736	毛利率	15.5%	11.7%	12.9%	13.5%
归母净资产	1,127	1,185	1,300	1,483	归母净利润率	4.3%	2.9%	3.0%	3.2%
股本	8	8	8	8	ROA	2.4%	2.4%	3.7%	4.6%
储备	1,119	1,177	1,292	1,475	ROE	4.9%	5.0%	9.2%	13.2%
非控股权益	23	35	57	93	偿债能力				
权益总额	1,150	1,220	1,357	1,577	资产负债率	50.1%	53.5%	62.3%	63.4%
负债及权益合计	2,304	2,622	3,604	4,312	流动比率	1.3	1.2	1.1	1.0
					速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6
					运营能力(次)				
					资产周转率	1.8	1.2	0.8	0.7
					存货周转率	2.6	2.6	3.1	4.3
					每股资料				
					EPS(港仙)	6.15	7.39	14.61	23.37
					每股归母净资产(港元)	1.51	1.51	1.66	1.89
					每股净资产(港元)	1.54	1.55	1.73	2.01
					估值比率(倍)				
					PE	41.3	34.4	17.4	10.9
					PB	1.7	1.7	1.5	1.3

*注:表中估值倍数按2023年8月8日收盘价计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd.、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd.、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited.、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited.、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED.、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、政金金融国际 (BVI) 有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限责任公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、镇江交通产业集团有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、Higher Key Management Limited.、广州产业投资基金管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、恒源国际发展有限公司、宁

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

波市海曙开发建设投资集团有限公司、Shandong Wonderland Holding Limited、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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门、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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk