

香港股市 | 新能源 | 光伏

## 信义光能 (968 HK)

## 产能扩张或延迟，但下半年毛利率料略改善

## 争取 7 条光伏玻璃生产线年内投产

近日我们调研信义光能。年初公司目标 7 条日熔量为 1,000 吨的光伏玻璃生产线(合计 7,000 吨)年内投产，年底有效年熔化量同比增加 45.6%至 782 万吨。其中 4 条(江苏张家港 1 条；安徽芜湖 3 条)已投产。公司正争取余下 3 条安徽芜湖生产线于 12 月底前投产，但我们不排除当中 1 条延迟至明年的可能性。公司维持明年最少 5 条生产线投产的计划，包括 3 条日熔量 1,000 吨(安徽芜湖)、两条日熔量 1,200 吨(马来西亚)，合计 5,400 吨。

## 2023 年下半年毛利率料改善

我们预期 2023 年下半年毛利率改善，主因(一)光伏玻璃价格于 8 月起回升，一度上升至 28.0 元人民币/平米的年内高位；(二)能源成本下跌。国内液化天然气价格由年初的高于 6,000 元人民币/吨下跌至 8 月的低于 4,000 元水平，其后在 4,000-5,500 元水平内波动；(三)原材料纯碱价格年内徘徊于 2,000-3,000 元人民币/吨水平。我们预计 2023 年全年毛利率为 24.1%，高于上半年的 22.0%。由于光伏玻璃价格于 2021 年后已经下跌至近年低水平，我们认为其他生产商的一些新增产能计划已经暂停或放缓，这将对价格于 2024 年持平。因运营效率料改善，我们预计 2024 年毛利率将轻微上升至 26.7%。

## 多晶硅项目料延至 2024 年首季投产

公司与信义玻璃(868 HK)合作的云南曲靖多晶硅生产项目(公司持股 52%)正在开发。年产量达 6 万吨的第一期料由原本计划于 2023 年底前投产延至 2024 年首季。由于今年硅料价格持续下跌，我们担心项目回报将大幅受到影响。待项目投产后，我们才将相关效益包括在利润估算模型中。

## 调整盈利预测，维持“买入”评级

因应扩产延迟的可能，我们分别降低 2023-25 年股东净利润预测 4.5%、6.2%、4.5%。考虑到近期资本市场因素，我们上调 DCF 模型中的风险溢价假设，并将目标价由 9.62 港元下调至 6.20 港元，对应 10.0 倍 2024 年市盈率及 48.3%上升空间。重申“买入”评级。

**风险提示：**(一)项目延误；(二)电价大幅下跌；(三)玻璃价格波动；(四)燃料成本急涨。

## 主要财务数据 (港币百万元) (更新于 2023 年 12 月 7 日)

年结:12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	16,065	20,544	26,162	33,371	38,912
增长率 (%)	30.4	27.9	27.3	27.6	16.6
股东净利润	4,924	3,820	3,757	5,493	6,702
增长率 (%)	8.0	(22.4)	(1.7)	46.2	22.0
每股盈利 (港币)	0.56	0.43	0.42	0.62	0.75
市盈率 (倍)	7.5	9.7	9.9	6.8	5.6
每股股息 (港币)	0.27	0.20	0.20	0.29	0.35
股息率 (%)	6.5	4.8	4.7	6.9	8.4
每股净资产 (港币)	3.41	3.34	3.59	4.03	4.56
市净率 (倍)	1.23	1.25	1.16	1.04	0.92

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

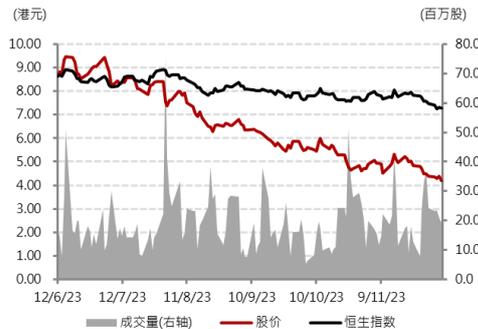
评级：买入

目标价：6.20 港元

股票资料 (更新至 2023 年 12 月 7 日)

现价	4.18 港元
总市值	37,215.59 百万港元
流通股比例	46.92%
已发行总股本	8,903.25 百万
52 周价格区间	4.11-10.80 港元
3 个月日均成交额	97.10 百万港元
主要股东	李贤义及关连人士 (占 27.09%) 信义玻璃 (868 HK) (占 22.92%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

20230802 - 信义光能 (968 HK) 更新报告：利润率有望下半年逐渐改善

20230616 - 信义光能 (968 HK) 更新报告：成本下跌迎来下半年传统旺季

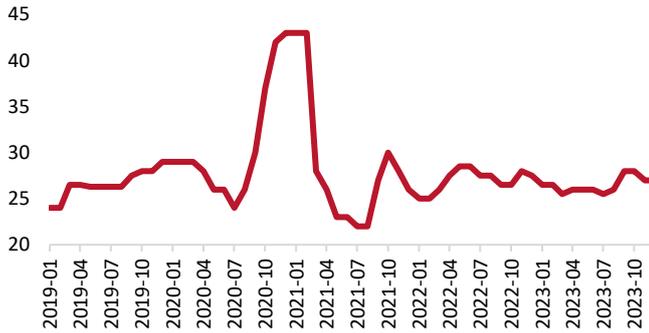
## 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

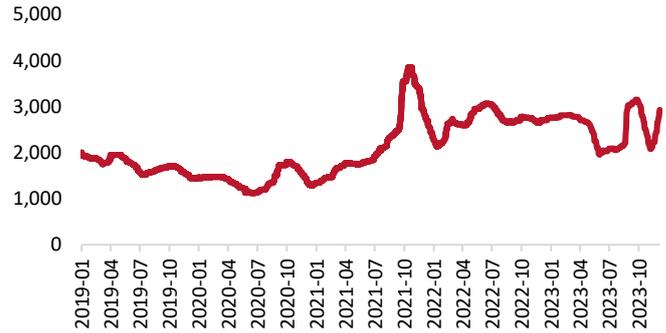
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价  
价格 (人民币/平米)



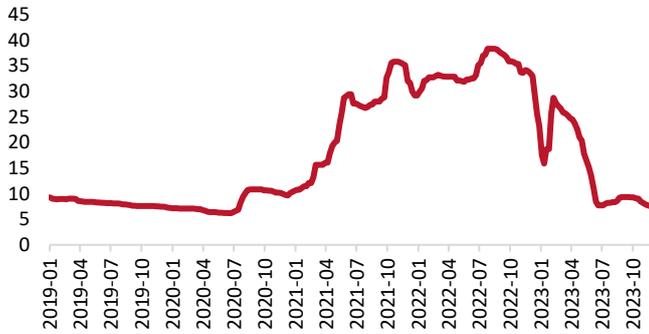
注：截至 2023 年 12 月 6 日  
来源：PVInfoLink、Wind、中泰国际研究部

图表 2：纯碱市场现货价  
价格 (人民币/吨)



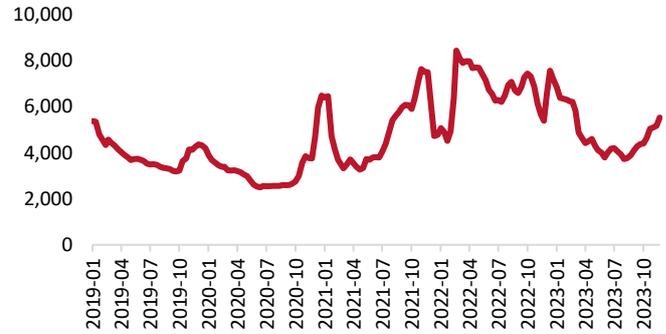
注：截至 2023 年 12 月 6 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 3：光伏级多晶硅市场现货均价  
价格 (美元/千克)



注：截至 2023 年 12 月 6 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：全国液化天然气市场价  
价格 (人民币/吨)



注：截至 2023 年 11 月 30 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测			新预测			变动 (新/旧) (%)		
	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	27,496	35,078	40,137	26,162	33,371	38,912	(4.9)	(4.9)	(3.1)
毛利	6,539	9,293	10,963	6,298	8,917	10,682	(3.7)	(4.0)	(2.6)
经营利润	5,527	8,111	9,635	5,336	7,793	9,394	(3.5)	(3.9)	(2.5)
税后利润	4,450	6,651	7,971	4,265	6,237	7,611	(3.5)	(3.9)	(2.5)
股东净利润	3,920	5,857	7,019	3,757	5,493	6,702	(4.5)	(6.2)	(4.5)
息税折旧摊销前利润	7,310	10,101	11,765	7,090	9,736	11,486	(3.0)	(3.6)	(2.4)
息税前利润	5,612	8,232	9,733	5,392	7,867	9,455	(3.9)	(4.4)	(2.9)
每股盈利(港币)	0.44	0.66	0.79	0.42	0.62	0.75	(4.2)	(6.3)	(4.6)
每股股息(港币)	0.20	0.30	0.36	0.20	0.29	0.35	(3.4)	(5.3)	(3.6)
利润率 (%)	变动 (新/旧) (百分点)								
毛利率	23.8	26.5	27.3	24.1	26.7	27.5	0.3	0.2	0.1
经营利润率	20.1	23.1	24.0	20.4	23.4	24.1	0.3	0.2	0.1
股东净利润率	14.3	16.7	17.5	14.4	16.5	17.2	0.1	(0.2)	(0.3)

来源：中泰国际研究部预测

图表 6：贴现现金流估值

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	2029 年 预测	2030 年 预测	2031 年 预测	2032 年 预测	2033 年 预测
息税前利润	7,867	9,455	10,179	10,892	11,546	12,077	12,475	12,849	13,171	13,500
加: 折旧及摊销	1,869	2,032	1,993	1,919	1,831	1,724	1,603	1,486	1,371	1,264
减: 税费	(1,182)	(1,443)	(1,578)	(1,688)	(1,790)	(1,872)	(1,934)	(1,992)	(2,041)	(2,092)
营运资金变动	4,736	2,101	2,061	1,984	1,893	1,782	1,657	1,536	1,417	1,307
资本开支	(2,572)	(2,444)	(2,530)	(2,572)	(2,590)	(2,574)	(2,526)	(2,472)	(2,407)	(2,343)
自由现金流	10,718	9,701	10,125	10,535	10,890	11,137	11,275	11,408	11,510	11,635
永续增长率	2.0%									
贝塔系数	1.20									
无风险收益率	5.5%									
风险溢价	15.0%									
权益成本	23.5%									
债务成本	6.0%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	17.8%									
股权价值 (港币百万元)	55,157									
每股价值 (港元)	6.20									
目标价 (港元)	6.20 (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 7：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权平均资金 成本 (%)	16.0%	6.92	7.00	7.08	7.17	7.27
	16.9%	6.48	6.54	6.61	6.69	6.77
	17.8%	6.08	6.14	6.20	6.26	6.32
	18.7%	5.73	5.77	5.82	5.87	5.93
	19.6%	5.41	5.45	5.49	5.53	5.58

来源: 中泰国际研究部预测

图表 8: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	16,065	20,544	26,162	33,371	38,912	经营活动现金流	3,629	5,892	4,887	2,304	6,601
销售成本	(9,022)	(14,386)	(19,863)	(24,453)	(28,231)	净利润	4,924	3,820	3,757	5,493	6,702
毛利	7,043	6,159	6,298	8,917	10,682	折旧与摊销	1,176	1,554	1,698	1,869	2,032
其他收入及收益	204	230	327	384	428	营运资本变动	(2,806)	(49)	287	(4,736)	(2,101)
销售、分销及行政成本	(732)	(1,070)	(1,290)	(1,508)	(1,716)	其它	335	567	(855)	(322)	(32)
经营利润	6,514	5,318	5,336	7,793	9,394	投资活动现金流	(4,758)	(6,454)	(2,789)	(2,649)	(2,517)
财务收入	157	31	24	40	25	资本性支出净额	(4,597)	(6,263)	(2,708)	(2,572)	(2,444)
财务费用	(141)	(198)	(321)	(448)	(401)	其它	(161)	(191)	(81)	(77)	(73)
应占联营和合营公司利润	38	31	32	34	36	自由现金流	5,107	(116)	3,289	10,718	9,701
税前利润	6,568	5,181	5,071	7,419	9,053	融资活动现金流	(806)	(1,075)	1,575	(2,231)	(959)
所得税	(987)	(835)	(806)	(1,182)	(1,443)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	5,581	4,346	4,265	6,237	7,611	净债务变动	1,872	6	2,642	(645)	1,157
少数股东权益	(657)	(526)	(508)	(744)	(909)	已派股息	(2,028)	(1,779)	(1,246)	(1,638)	(2,215)
股东净利润	4,924	3,820	3,757	5,493	6,702	其它	(649)	698	179	52	99
息税折旧摊销前利润	7,885	6,828	7,090	9,736	11,486	净现金流	(1,935)	(1,637)	3,673	(2,577)	3,124
息税前利润	6,709	5,379	5,392	7,867	9,455						
每股盈利(港币)	0.56	0.43	0.42	0.62	0.75						
每股股息(港币)	0.27	0.20	0.20	0.29	0.35						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	49,070	50,575	56,567	62,602	71,027	增长率(%)					
流动资产	20,825	19,108	21,667	24,829	31,184	收入	30.4	27.9	27.3	27.6	16.6
现金及银行存款	7,458	5,326	8,949	6,322	9,396	毛利	7.0	(12.6)	2.3	41.6	19.8
应收账款、预付、按金	11,141	10,585	10,465	15,017	17,510	经营利润	11.3	(18.4)	0.3	46.0	20.5
存货	2,045	2,029	1,884	2,778	3,239	息税折旧摊销前利润	15.0	(13.4)	2.3	37.3	18.0
其它流动资产	180	1,168	370	712	1,037	息税前利润	12.8	(19.8)	0.2	45.9	20.2
非流动资产	28,246	31,467	34,900	37,774	39,843	股东净利润	8.0	(22.4)	(1.7)	46.2	22.0
固定资产净额	24,844	27,438	30,969	32,710	34,136	每股盈利	0.5	(22.8)	(1.7)	46.2	22.0
其他应收账	733	1,124	1,239	1,308	1,365	利润率(%)					
其它非流动资产	2,668	2,905	2,692	3,755	4,341	毛利率	43.8	30.0	24.1	26.7	27.5
总负债	13,173	15,344	18,571	20,026	22,806	经营利润率	40.6	25.9	20.4	23.4	24.1
流动负债	7,716	10,610	13,388	13,082	14,591	息税折旧摊销前利润	49.1	33.2	27.1	29.2	29.5
短期借款	3,658	4,358	6,645	4,343	4,343	息税前利润率	41.8	26.2	20.6	23.6	24.3
应付账款	3,718	5,422	6,017	7,675	8,950	股东净利润率	30.7	18.6	14.4	16.5	17.2
其它流动负债	341	831	726	1,063	1,299	净负债率(%)	1.8	9.1	5.4	10.3	4.4
非流动负债	5,457	4,733	5,184	6,945	8,215	其他(%)					
长期借款	4,350	3,674	4,029	5,686	6,843	实际税率	15.1	16.2	16.0	16.0	16.0
其它非流动负债	1,107	1,059	1,154	1,258	1,372	派息比率	48.5	46.6	46.4	46.5	46.5
权益总额	35,897	35,231	37,996	42,576	48,221	已动用资本回报率	11.9	9.6	8.7	11.1	11.9
股东权益	30,312	29,748	32,005	35,841	40,577	平均净资产收益率	17.3	12.7	12.2	16.2	17.5
少数股东权益	5,585	5,483	5,991	6,735	7,644	平均资产收益率	10.6	7.7	7.0	9.2	10.0
权益及负债总额	49,070	50,575	56,567	62,602	71,027	利息覆盖倍数(倍)	47.7	27.1	16.8	17.5	23.6
净现金/(负债)	(550)	(2,707)	(1,726)	(3,707)	(1,790)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

信义光能(968 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022/8/1	HK\$13.22	中性(下调)	HK\$13.60
2	2022/11/17	HK\$9.43	买入(上调)	HK\$12.50
3	2023/2/27	HK\$9.23	买入(维持)	HK\$12.00
4	2023/6/15	HK\$9.34	买入(维持)	HK\$13.00
5	2023/8/1	HK\$7.55	买入(维持)	HK\$9.62
6	2023/12/7	HK\$4.18	买入(维持)	HK\$6.20

来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805