

买入 (维持)

00968.HK 信义光能

目标价: 6.71 港元

现价: 4.56 港元

产能如期释放, 2024 年市占率有望提升

2024 年 1 月 1 日

预期升幅: 47.1%

投资要点

● 我们的观点: 信义光能 2023H1 业绩受累于天然气成本压力、人民币兑港元贬值。鉴于 2023H2 公司光伏玻璃成本边际改善、行业需求提升, 以及光伏电站建设加速, 公司业绩有望环比回升。公司光伏玻璃产能如期扩充, 2024 年市占率有望提升; 预计光伏玻璃行业供需动态平衡, 信义稳居龙头, 成本优势突出, 有望以量驱动利润增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38.8、53.3、64.8 亿港元, 分别同比+1.5%、+37.5%、+21.5%; 我们维持公司“买入”评级, 给予目标价 6.71 港元, 对应 2023-2025 年 PE 各为 15.4x、11.2x、9.2x, 对应 PB 各为 1.3x、1.2x、1.1x; 目标价相较于现价有 47.1% 上涨空间, 建议投资者关注。

● 光伏玻璃龙头, 产能如期扩充, 2024 年市占率有望提升:

➢ 总产能提升: 1) 2023 年: 截至 2023 年末, 信义光伏玻璃日容量 25,800 吨/d, 较年初新增 6*1000 吨, 其中 3、4 月各点火 1 座窑炉, 9 月、12 月各点火 2 座。2) 2024 年: 原定 2023 年底前后点火的 1 座 1000 吨窑炉有望于 2024 年初点火, 具体节奏取决于技术部门调试和评估; 叠加公司原计划于 2024H1 点火的安徽芜湖 3*1000 吨、马来西亚 2*1200 吨产能, 2024 年内公司总产能预计升至 32,200 吨/d。此外, 公司云南曲靖 2*1200 吨产能已听过证监会批复, 有望于 2024H2 达到点火条件, 具体点火节奏待定。

➢ 海外产能占比预计提升: 截至 2023 年末, 公司海外产能 (马来西亚) 1,900 吨/d, 占比 7%; 随着 2024H1 马来西亚 2*1200 吨/d 新产能释放, 海外产能占比将升至 13%。在部分国家贸易壁垒政策下, 海外光伏玻璃需求提升、产能稀缺、盈利更优。

➢ 出货量市占率预计提升: 听证会政策+盈利持续低位, 中小企业产能建设及点火意愿下降, 2023 年光伏玻璃行业产能释放节奏放缓, 预计 2024 年行业新增产能有限, 信义光能市占率有望提升。

➢ 有望以量带动利润增长: 目前全球光伏玻璃日容量约 10.4 万吨, 供需整体动态平衡; 光伏玻璃窑炉点火后供给相对刚性, 短期供需关系随着组件排产节奏季节性波动, 淡季光伏玻璃价格与盈利稍低; 但从全年角度看, 鉴于龙头公司与二三线公司平均有 10pcts 以上毛利率差距, 价格过低会触及二三线企业成本曲线, 毛利率下降空间有限; 预计 2024 年全年光伏玻璃毛利率与 2023 年相近, 龙头以量带动利润增长。

● 光伏电站业务有望加速并网: 公司光伏电站项目储备丰富, 原计划 2023 年新增并网 500-800MW 自建光伏电站。2023H1 硅料及组件市场价波动大、香港利率上涨, 公司主要进行光伏电站储备开发及前期准备, 暂停建设及安装工程, 期内无自建新项目并网。鉴于组件价格回落至低位, 公司于 2023H2 加快电站安装及建设, 2023Q3 有约 1GW 项目在建, 不排除超额完成年度新增并网目标的可能。

● 开拓硅料业务: 合营企业信义晶硅旗下曲靖多晶硅项目设计产能 20 万吨, 一期 6 万吨产能预计于 2024H1 贡献收入。发展硅料业务, 利于信义发挥其重资本模式优势, 并与公司现有客户错位竞争; 当前硅料市场价处于低位, 不排除后续硅料行业产能出清, 价格回升; 从长期看, 硅料业务有望成为信义新的收入和利润增长点。

● 风险提示: 光伏玻璃价格波动, 公司产能扩充不及预期, 成本超预期上涨, 行业产能过剩。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿港元)	205.4	261.3	345.3	427.4
同比增长	27.9%	27.2%	32.2%	23.8%
归母净利润(亿港元)	38.2	38.8	53.3	64.8
同比增长	-22.4%	1.5%	37.5%	21.5%
毛利率	30.0%	25.3%	25.0%	24.4%
归母净利率	18.6%	14.8%	15.4%	15.2%
净资产收益率	12.7%	12.6%	16.0%	17.7%
每股收益-基本(港仙)	42.95	43.58	59.95	72.86

来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

市场数据

日期	2023/12/29
收盘价 (港元)	4.56
总股本 (亿股)	89.0
总市值 (亿港元)	406.0
净资产 (亿港元)	348.2
总资产 (亿港元)	530.4
每股净资产 (港元)	3.9

数据来源: Wind, 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

2023H1 业绩点评: H1 业绩短期承压, H2 有望环比回升_20230802

2022 年业绩点评: 2023 年有望以量驱动业绩增长_20230301

跟踪报告: 光伏玻璃涨价, 龙头产能如期扩充_20221108

2022H1 业绩点评: 长期空间向上, 龙头无惧短期压力_20220802

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。

附表

资产负债表				
单位:百万港元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动资产	31,467	39,604	44,913	49,818
物业、厂房及设备	27,438	35,673	41,039	45,970
使用权资产	2,167	2,432	2,730	3,064
无形资产	21	21	21	20
土地使用权及物业、厂房及设备的预付款项	1,124	723	326	-83
应收融资租赁款项	220	222	224	226
联营合营企业权益	356	375	394	414
递延税项资产	140	157	180	206
流动资产	19,108	17,914	19,989	23,463
存货	2,029	2,563	2,519	2,764
合约资产	42	43	44	45
应收贸易款项	7,216	7,513	9,206	13,091
应收票据	2,351	2,125	2,991	2,905
预付款项、按金及其他应收款项	1,018	659	297	-75
应收融资租赁款项	12	12	12	12
现金及现金等价物	5,326	3,753	3,546	3,258
总资产	50,575	57,518	64,902	73,281
非流动负债	4,733	6,168	7,317	8,685
递延税项负债	175	218	273	339
银行借款	3,674	4,776	5,732	6,878
租赁负债	830	1,118	1,255	1,409
其他应付款项	54	55	57	59
流动负债	10,610	13,433	16,330	19,399
银行借款	4,358	6,537	8,498	9,348
其他贸易款项及其他应付款项	5,422	6,406	7,234	9,347
合约负债	110	134	164	200
租赁负债	50	56	63	71
应付关联公司款项	450	75	79	83
当期所得税负债	221	225	293	351
总负债	15,344	19,601	23,647	28,084
归母净资产	29,748	31,871	34,770	38,284
股本	890	890	890	890
股份溢价及其他储备	10,931	10,982	11,033	11,083
保留盈利	17,927	19,999	22,848	26,311
非控股权益	5,483	6,047	6,484	6,912
股东权益合计	35,231	37,917	41,254	45,197
负债及权益合计	50,575	57,518	64,902	73,281

利润表				
单位:百万港元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,544	26,127	34,530	42,742
销售成本	-14,386	-19,515	-25,915	-32,331
毛利	6,159	6,612	8,615	10,411
其他收入	240	304	470	574
其他损益净额	43	-42	-56	-69
销售费用	-91	-116	-153	-190
管理费用	-979	-1,245	-1,646	-2,037
营业利润	5,318	5,445	7,141	8,577
财务收入	31	53	38	35
财务成本	-198	-228	-324	-400
应占合营企业损益	31	24	25	27
税前利润	5,181	5,294	6,879	8,239
所得税	-835	-854	-1,109	-1,328
净利润	4,346	4,441	5,770	6,911
少数股东净利润	526	564	437	429
归母净利润	3,820	3,877	5,333	6,482
股息	1,779	1,806	2,484	3,019
留存收益	2,041	2,072	2,849	3,463

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	27.9%	27.2%	32.2%	23.8%
毛利增长率	-12.6%	7.4%	30.3%	20.8%
净利润增长率	-22.1%	2.2%	29.9%	19.8%
归母净利润增长率	-22.4%	1.5%	37.5%	21.5%
盈利能力				
毛利率	30.0%	25.3%	25.0%	24.4%
归属股东净利率	18.6%	14.8%	15.4%	15.2%
ROA	7.7%	7.2%	8.7%	9.4%
ROE	12.7%	12.6%	16.0%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	30.3%	34.1%	36.4%	38.3%
流动比率	1.80	1.33	1.22	1.21
速动比率	1.61	1.14	1.07	1.07
运营能力(次)				
资产周转率	0.41	0.48	0.56	0.62
存货周转率	7.05	8.50	10.20	12.24
每股资料				
EPS-基本(港仙)	42.95	43.58	59.95	72.86
每股归母净资产(港元)	3.34	3.58	3.91	4.30
每股经营性现金流(港元)	0.66	0.68	0.72	0.87
每股股利(港仙)	20.00	20.30	27.92	33.93
估值比率(倍)				
PE	10.6	10.5	7.6	6.3
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

现金流量表				
单位:百万港元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动产生现金流量	5,892	6,094	6,392	7,716
投资活动产生现金流量	-6,454	-9,450	-7,189	-7,154
融资活动产生现金流量	-1,075	1,783	590	-849
现金净变动	-1,637	-1,573	-207	-287
汇率影响	-495	0	0	0
现金的期初余额	7,458	5,326	3,753	3,546
现金的期末余额	5,326	3,753	3,546	3,258

资料来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注: 表中估值倍数按 2023 年 12 月 29 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:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50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.xyjq.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、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、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、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、北京银行股份有限公司杭州分行、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、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国融资本(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(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、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、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、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、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、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、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、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、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、湖北新铜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、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中國光大銀行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资本投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、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、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁能源集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited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