

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 3.83	港元 5.93个	+54.8%

2024年2月29日

信义光能 (968 HK)

光伏玻璃毛利率大超预期，行业供给增长继续放缓，维持买入

- ⊕ **下半年光伏玻璃毛利率/业绩大超预期：**公司去年实现收入/归母净利润 266/41.9 亿港元，同比增长 30%/10%，下半年实现归母净利润 28.0 亿港元，同比/环比增长 46%/101%，高于我们/市场预期 17%/19%。受新增产能推动，去年公司光伏玻璃销量增长 49%，收入增长 33%至 235 亿港元，其中下半年环比增长 22%，由于售价上涨和天然气采购价格过高等一次性因素消除导致成本下降，下半年分部毛利率环比大幅提升 11.2 个百分点至 26.4%，高于我们预期 4 个百分点，为 2021 年下半年以来新高。去年光伏发电收入增长 8%至 30 亿港元，毛利率下降 1.9 个百分点至 68.5%。
- ⊕ **巩固玻璃龙头地位，多晶硅业务有望具备成本竞争力：**公司去年新增 6000 吨光伏玻璃产能，仅比计划少 1000 吨，兑现度远高于同业，年底产能增至 25800 吨，和第二的福莱特（去年仅新增 1200 吨）拉开了差距，有助于维持成本优势。公司今年计划上半年点火芜湖 4*1000 吨，2 季度点火马来 2*1200 吨，年初冷修的芜湖 2000 吨将于 3 季度复产。公司指引今年年熔量增长 35%，高于其预计 20-30%的需求增速，将推动其市占率在连续 2 年下降后明显回升，但我们预计实现该目标存在难度。公司已获批项目还包括曲靖 2*1200 吨、上饶 3*1200 吨、印尼 2*1450 吨，预计将从明年起投产。公司持股 52%的 6 万吨多晶硅产能计划 2 季度试生产，公司预计达产后将具备成本竞争力，按照当前售价仍可盈利。
- ⊕ **行业供给增长继续放缓，上半年有望成为长期盈利底部：**下游组件 1-2 月减产导致光伏玻璃过剩加剧，2.0 毫米玻璃价格今年以来继续下跌 1 元至 16.25 元/平米的历史新低，我们测算行业利润率或已跌至近年来最低水平，仅有一线及极少数二线企业仍可盈利。在经营压力下，今年以来冷修产能已高达 0.3 万吨，点火产能也继续低于预期，目前内地产能相比去年底减少 0.05 万吨至 9.9 万吨，为近年来首次减少。行业反馈 3 月组件排产将大增，我们预计玻璃过剩将明显缓解，价格将企稳，随着需求环比持续增长，下半年价格将由低位明显反弹，尽管过剩短期难以消除并将继续压制利润率，但上半年有望成为长期盈利底部。
- ⊕ **上调目标价，重申买入：**我们上调 2024/25 年盈利预测 10%/5%，基于 10 倍 2024 年市盈率，我们将目标价上调至 5.93 港元（原 5.18 港元）。公司目前股价仅对应 6.4 倍 2024 年市盈率，估值处于过去 5 年最低水平，我们认为市场对光伏玻璃产能过剩过度悲观，公司本次对多晶硅盈利的指引也有望缓解市场对该业务亏损的过度担忧，维持买入。

财务数据一览

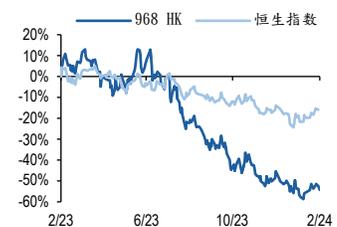
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万港元)	20,544	26,629	31,888	39,683	45,044
同比增长 (%)	27.9	29.6	19.7	24.4	13.5
净利润(百万港元)	3,820	4,187	5,297	7,085	8,267
每股盈利(港元)	0.43	0.47	0.59	0.80	0.93
同比增长 (%)	-22.5	9.5	26.5	33.7	16.7
前EPS预测值(港元)			0.54	0.76	
调整幅度 (%)			9.7	5.4	
市盈率(倍)	8.9	8.1	6.4	4.8	4.1
每股账面净值(港元)	3.34	3.59	3.90	4.31	4.80
市账率(倍)	1.15	1.07	0.98	0.89	0.80
股息率 (%)	5.2	5.9	7.5	10.0	11.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	9.47
52周低位(港元)	3.46
市值(百万港元)	34,099.45
日均成交量(百万)	26.12
年初至今变化 (%)	(16.01)
200天平均价(港元)	4.93

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (港币百万元)	2H22	1H23	2H23	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	10,847	12,142	14,487	33.6%	19.3%
营业成本	-7,669	-9,470	-10,069	31.3%	6.3%
毛利	3,178	2,672	4,417	39.0%	65.3%
毛利率 (%)	29.3%	22.0%	30.5%	+1.2ppts	+8.5ppts
其他收入	125	139	231	85.5%	66.8%
其他经营净收益	39	-19	-229		
销售费用	-81	-58	-49	-39.5%	-15.5%
行政费用	-547	-565	-638	16.6%	12.9%
应收账款减值损失	-54	-12	2		
营业利润	2,660	2,157	3,735	40.4%	73.2%
财务收入	-36	16	19		
财务费用	-115	-172	-212	84.3%	23.3%
应占共同控制实体损益	15	17	11		
除税前溢利	2,524	2,018	3,553	40.8%	76.1%
所得税	-415	-334	-536		
净利润	2,109	1,684	3,017	43.1%	79.2%
归母净利润	1,916	1,392	2,796	45.9%	100.9%
少数股东损益	193	292	221		

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司关键业务数据及预测

年结: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	原 2024E	调整	2025E	原 2025E	调整	2026E
光伏玻璃									
销量 (万吨)	439	655	787	770	2.2%	966	954	1.3%	1,091
单吨售价 (人民币元)	3,452	3,233	3,230	3,216	0.4%	3,307	3,293	0.4%	3,319
营业收入 (百万港元)	17,655	23,533	28,237	27,495	2.7%	35,496	34,910	1.7%	40,214
毛利率 (%)	23.8	21.4	21.4	20	1.4ppts	23.0	22	1 ppts	23.0
光伏发电									
新增装机量 (兆瓦)	768	945	1,200	1,200	0.0%	1,500	1,500	0.0%	1,500
累计装机量 (兆瓦)	4,574	5,519	6,719	6,774	-0.8%	8,219	8,274	-0.7%	9,719
营业收入 (百万港元)	2,744	2,970	3,525	3,689	-4.4%	4,062	4,328	-6.1%	4,705
毛利率 (%)	70.4	68.5	68.0	70.0	-2ppts	67.7	70.0	-2.3ppts	67.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 信义光能 (968 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	1.80	2.20	22.2%	2024年01月25日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.66	1.94	16.9%	2024年01月11日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.63	8.57	52.2%	2023年08月31日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.19	4.06	27.3%	2023年08月28日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.16	21.14	23.2%	2023年08月23日	运营商
1799 HK	新特能源	买入	9.89	13.50	36.5%	2024年01月25日	光伏制造(多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.03	1.56	51.5%	2024年01月05日	光伏制造(多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.83	5.93	54.8%	2024年02月29日	光伏制造(光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	13.32	19.00	42.6%	2023年11月01日	光伏制造(光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	买入	5.19	5.71	10.0%	2023年10月30日	光伏制造(光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.10	1.53	39.1%	2023年11月07日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年2月28日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	20,544	26,629	31,888	39,683	45,044
主营业务成本	(14,386)	(19,539)	(23,428)	(28,749)	(32,599)
毛利	6,159	7,090	8,460	10,934	12,445
销售及管理费用	(1,070)	(1,310)	(1,516)	(1,848)	(2,053)
其他经营净收入/费用	240	370	407	448	493
经营利润	5,328	6,150	7,351	9,534	10,885
财务成本净额	(168)	(349)	(545)	(520)	(387)
应占联营公司利润及亏损	31	28	28	28	28
其他非经营净收入/费用	(10)	(257)	(10)	(10)	(10)
税前利润	5,181	5,571	6,824	9,032	10,516
税费	(835)	(871)	(1,024)	(1,310)	(1,472)
非控股权益	(526)	(513)	(503)	(637)	(776)
净利润	3,820	4,187	5,297	7,085	8,267
作每股收益计算的净利润	3,820	4,187	5,297	7,085	8,267

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,326	2,822	3,508	4,365	4,955
应收账款及票据	9,567	11,439	13,058	14,340	15,213
存货	2,029	2,098	2,774	3,416	3,871
其他流动资产	2,186	3,463	3,460	3,477	3,503
总流动资产	19,108	19,822	22,800	25,599	27,542
物业、厂房及设备	27,438	36,560	40,760	44,656	48,247
无形资产	2,167	2,362	2,299	2,235	2,171
合资企业/联营公司投资	356	342	370	398	426
其他长期资产	1,506	1,346	1,371	1,396	1,421
总长期资产	31,467	40,611	44,801	48,686	52,265
总资产	50,575	60,433	67,601	74,285	79,807
短期贷款	4,408	6,968	7,635	7,772	8,070
应付账款	5,531	8,391	8,811	9,251	9,714
其他短期负债	671	1,863	1,908	1,979	2,020
总流动负债	10,610	17,223	18,354	19,002	19,804
长期贷款	4,505	4,545	7,545	9,545	9,545
长期应付账款	54	614	645	677	711
其他长期负债	175	193	193	193	193
总长期负债	4,733	5,352	8,383	10,415	10,449
总负债	15,344	22,575	26,736	29,417	30,252
股本	890	890	890	890	890
储备及其他资本项目	28,859	31,084	33,839	37,523	41,822
股东权益	29,748	31,975	34,729	38,413	42,712
非控股权益	5,483	5,884	6,135	6,454	6,842
总权益	35,231	37,858	40,865	44,867	49,555

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,181	5,571	6,824	9,032	10,516
合资企业/联营公司收入调整	(31)	(28)	(28)	(28)	(28)
折旧及摊销	1,554	1,733	2,204	2,509	2,814
营运资本变动	(49)	919	(1,904)	(1,499)	(914)
利息调整	168	349	545	520	387
税费	(742)	(871)	(1,024)	(1,310)	(1,472)
其他经营活动现金流	(188)	(1,884)	(667)	(650)	(524)
经营活动现金流	5,892	5,790	5,950	8,574	10,778
资本开支	(6,646)	(9,895)	(6,250)	(6,250)	(6,250)
其他投资活动现金流	192	(506)	113	116	120
投资活动现金流	(6,454)	(10,401)	(6,137)	(6,134)	(6,130)
负债净变动	6	2,477	3,667	2,137	298
权益净变动	19	1,628	0	0	0
股息	(1,779)	(1,930)	(2,794)	(3,719)	(4,357)
其他融资活动现金流	679	18	0	0	0
融资活动现金流	(1,075)	2,193	873	(1,583)	(4,059)
汇率收益/损失	(495)	0	0	0	0
年初现金	7,458	5,326	2,822	3,508	4,365
年末现金	5,326	2,822	3,508	4,365	4,955

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.429	0.470	0.595	0.796	0.929
全面摊薄每股收益	0.429	0.470	0.595	0.796	0.929
每股股息	0.200	0.225	0.286	0.382	0.446
每股账面值	3.344	3.591	3.901	4.315	4.797
利润率分析(%)					
毛利率	30.0	26.6	26.5	27.6	27.6
EBITDA利润率	33.6	22.2	30.0	30.4	30.5
EBIT利润率	26.0	22.2	23.1	24.1	24.2
净利率	18.6	15.7	16.6	17.9	18.4
盈利能力(%)					
ROA	10.8	10.7	11.6	13.5	14.2
ROE	12.7	13.6	15.9	19.4	20.4
ROIC	11.8	11.7	12.6	14.8	15.6
其他					
净负债权益比(%)	10.2	23.0	28.6	28.9	25.5
利息覆盖率	29.1	12.4	15.1	19.8	28.7
流动比率	1.8	1.2	1.2	1.3	1.4
存货周转天数	51.7	38.5	38.0	39.3	40.8
应收账款周转天数	169.1	144.0	140.2	126.0	119.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年2月29日
信义光能 (968 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。