

香港股市 | 新能源 | 光伏

信义光能 (968 HK)

FY23 业绩胜预期，主因下半年毛利率大幅改善

2023 年股东净利润同比上升 9.6%

即使受到人民币贬值及港元借贷利率上升因素影响，公司 2023 年股东净利润仍同比上升 9.6%至 41.9 亿元(港币，下同)，分别高出我们及市场预测 11.5%及 7.8%。去年下半年原材料及燃料成本下跌支持光伏玻璃业务毛利率由 1H23 的 15.2%上涨至 2H23 的 26.4%，但由于光伏玻璃平均售价下降，全年相关业务毛利率由 FY22 的 23.8%轻微仅下跌至 FY23 的 21.4%。公司总毛利率则由 1H23 的 22.0%上升至 2H23 的 30.5%，年度总毛利率也由 FY22 的 30.0%温和下跌至 FY23 的 26.6%。

我们预计 2024 年玻璃价格大致与去年底持平。自 2021 年价格急速下跌至近年低水平后，一些其他生产商已经暂停或放缓新增产能计划。这有利缓解供过于求风险。短期来看，在近月光伏组件价格持续回落下，我们认为光伏玻璃生产商也难以向组件厂商提价。

公司目标 2024 年有效年熔化量同比增长 35.2%

2023 年公司新增 6 条日熔量为 1,000 吨的光伏玻璃生产线(江苏张家港 1 条，安徽芜湖 5 条)，略低于 7 条 1,000 吨的目标。有效年熔化量同比增长 45.9%至 784 万吨。公司目标 2024 年新增 6 条生产线(4 条 1,000 吨在安徽芜湖，2 条 1,200 吨在马来西亚)，合共 6,400 吨，略高于 2023 年的 6,000 吨实际新增产能。2024 年有效年熔化量因此预计同比上升 35.2%至 1,060 万吨。考虑到近年行业面对的审批风险，我们不可排除当中部份新增生产线计划不能于年内完成的可能性。

提升盈利预测

因应上述业绩及新增生产线计划，我们分别提升 2024-25 年股东净利润预测 5.6%及 8.9%至 58.0 亿及 73.0 亿元，同比上升 38.6%及 25.7%。

上调目标价，重申“买入”评级

我们相应将由 DCF 模型推算的目标价由 6.20 港元上调至 7.22 港元，对应 11.1 倍 2024 年市盈率及 51.7%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 2024 年 2 月 29 日)

年结:12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	16,065	20,544	26,629	36,061	43,364
增长率 (%)	30.4	27.9	29.6	35.4	20.3
股东净利润	4,924	3,820	4,187	5,801	7,295
增长率 (%)	8.0	(22.4)	9.6	38.6	25.7
每股盈利 (港币)	0.56	0.43	0.47	0.65	0.82
市盈率 (倍)	8.6	11.1	10.1	7.3	5.8
每股股息 (港币)	0.27	0.20	0.23	0.31	0.39
股息率 (%)	5.7	4.2	4.7	6.5	8.2
每股净资产 (港币)	3.41	3.34	3.59	3.99	4.38
市净率 (倍)	1.40	1.42	1.33	1.19	1.09

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

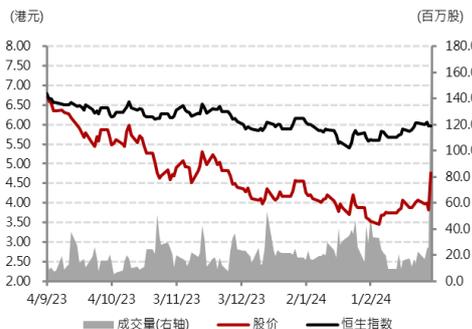
评级：买入

目标价：7.22 港元

股票资料 (更新至 2024 年 2 月 29 日)

现价	4.76 港元
总市值	42,379.47 百万 港元
流通股比例	46.91%
已发行总股本	8,903.25 百万
52 周价格区间	3.42-9.78 港元
3 个月日均成交额	98.04 百万 港元
主要股东	李贤义及关连人士 (占 29.56%) 信义玻璃 (868 HK) (占 23.41%)
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

20231208 - 信义光能 (968 HK) 更新报告：产能扩张或延迟，但下半年毛利率料略改善

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

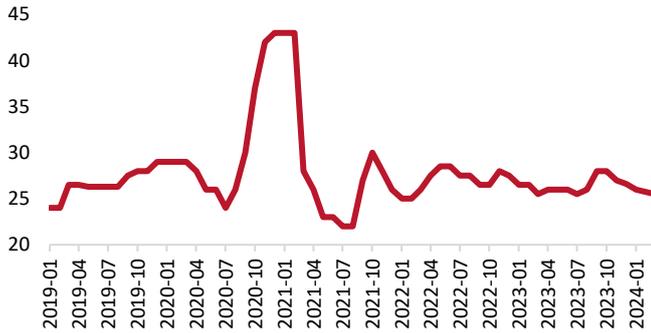
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2023 年全年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2022 实际	2023 实际	增长 (同比%)	2023 年 中泰国际预测	实际与估计之差 (%)	中泰国际评论
收入	20,544	26,629	29.6	26,162	1.8	(一)光伏玻璃销量同比上升 49.3%，相关收入同比增长 33.3%至 235.3 亿元；(二)部份收入增长被人民币贬值因素所抵消
销售成本	(14,386)	(19,539)	35.8	(19,863)	(1.6)	原材料及燃料成本下跌导致光伏玻璃毛利率下半年改善，由 1H23 的 15.2%上升至 26.4%。公司总毛利率也由 1H23 的 22.0%上升至 2H23 的 30.5%
毛利	6,159	7,090	15.1	6,298	12.6	
其他收入及收益	230	113	(50.9)	327	(65.5)	外汇亏损由 1,938 万元扩大至 1.9 亿元
销售及分销成本	(91)	(106)	16.2	(112)	(5.7)	
行政开支	(979)	(1,204)	22.9	(1,177)	2.2	
经营利润	5,318	5,893	10.8	5,336	10.4	
财务收入	31	34	11.2	24	43.2	
财务费用	(198)	(384)	93.4	(321)	19.4	港元借贷利率上升
应占利润	31	28	(8.8)	32	(13.1)	
税前利润	5,181	5,571	7.5	5,071	9.9	
所得税	(835)	(871)	4.3	(806)	8.0	实质税率由 16.2%下降至 15.7%
税后利润	4,346	4,701	8.2	4,265	10.2	
少数股东权益	(526)	(513)	(2.3)	(508)	1.1	
股东净利润	3,820	4,187	9.6	3,757	11.5	
每股盈利(港币)	0.43	0.47	9.5	0.42	11.4	
每股股息(港币)	0.20	0.23	12.5	0.20	14.8	分红比率由 46.6%上升至 47.8%
利润率 (%)			变动 (百分点)		实际与估计之差 (百分点)	
毛利率	30.0	26.6	(3.4)	24.1	2.5	
经营利润率	25.9	22.1	(3.8)	20.4	1.7	
股东净利润率	18.6	15.7	(2.9)	14.4	1.4	

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价
价格 (人民币/平米)



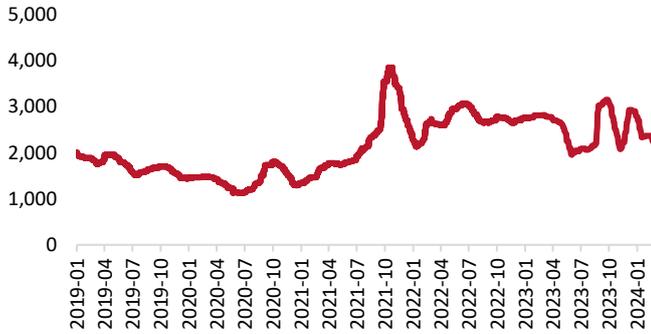
注：截至 2024 年 2 月 28 日
来源：PVInfoLink、Wind、中泰国际研究部

图表 3：晶硅光伏组件市场现货均价
价格 (美元/瓦)



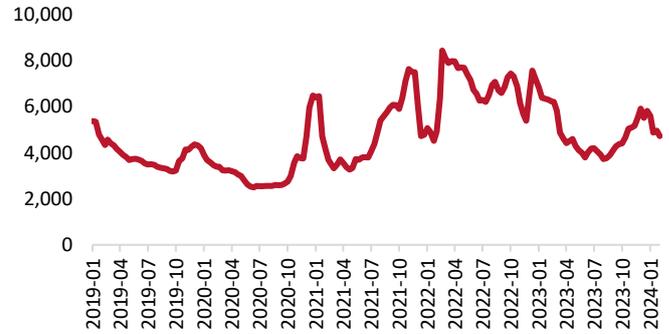
注：截至 2024 年 2 月 28 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：纯碱市场现货价
价格 (人民币/吨)



注：截至 2024 年 2 月 28 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：全国液化天然气市场价
价格 (人民币/吨)



注：截至 2024 年 2 月 10 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 6：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) (%)	
	2024 年 预测	2025 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	33,371	38,912	36,061	43,364	8.1	11.4
毛利	8,917	10,682	9,691	11,945	8.7	11.8
经营利润	7,793	9,394	8,176	10,167	4.9	8.2
税前利润	7,419	9,053	7,750	9,748	4.5	7.7
股东净利润	5,493	6,702	5,801	7,295	5.6	8.9
息税折旧摊销前利润	9,736	11,486	10,118	12,257	3.9	6.7
息税前利润	7,867	9,455	8,249	10,226	4.9	8.2
每股盈利(港币)	0.62	0.75	0.65	0.82	5.6	8.8
每股股息(港币)	0.29	0.35	0.31	0.39	8.4	12.0
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利率	26.7	27.5	26.9	27.5	0.2	0.1
经营利润率	23.4	24.1	22.7	23.4	(0.7)	(0.7)
股东净利润率	16.5	17.2	16.1	16.8	(0.4)	(0.4)

来源：中泰国际研究部预测

图表 7：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	8,249	10,226	11,344	12,138	12,866	13,458	13,902	14,319	14,677	15,044
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	(1,235)	(1,555)	(1,758)	(1,881)	(1,994)	(2,086)	(2,155)	(2,219)	(2,275)	(2,332)
营运资金变动	6,178	4,090	4,012	3,863	3,686	3,470	3,226	2,990	2,759	2,545
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	12,489	12,349	13,060	13,467	13,799	13,992	14,050	14,104	14,125	14,178
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)	64,276									
每股价值 (港元)	7.22									
目标价 (港元)	7.22 (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 8：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%	8.11	8.21	8.31	8.42	8.54
	16.9%	7.57	7.65	7.73	7.82	7.92
	17.8%	7.08	7.15	7.22	7.29	7.38
	18.7%	6.64	6.70	6.76	6.82	6.89
	19.6%	6.25	6.30	6.35	6.40	6.46

来源：中泰国际研究部预测

图表 9: 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 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 估计	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	16,065	20,544	26,629	36,061	43,364	经营活动现金流	3,629	5,892	5,790	1,619	4,157
销售成本	(9,022)	(14,386)	(19,539)	(26,370)	(31,418)	净利润	4,924	3,820	4,187	5,801	7,295
毛利	7,043	6,159	7,090	9,691	11,945	折旧与摊销	1,176	1,554	1,698	1,869	2,032
其他收入及收益	204	230	113	216	260	营运资本变动	(2,806)	(49)	62	(6,178)	(4,090)
销售、分销及行政成本	(732)	(1,070)	(1,310)	(1,731)	(2,038)	其它	335	567	(157)	127	(1,081)
经营利润	6,514	5,318	5,893	8,176	10,167	投资活动现金流	(4,758)	(6,454)	(2,789)	(2,649)	(2,517)
财务收入	157	31	34	43	27	资本性支出净额	(4,597)	(6,263)	(2,708)	(2,572)	(2,444)
财务费用	(141)	(198)	(384)	(499)	(478)	其它	(161)	(191)	(81)	(77)	(73)
应占公司利润	38	31	28	30	31	自由现金流	5,107	(116)	4,013	12,489	12,349
税前利润	6,568	5,181	5,571	7,750	9,748	融资活动现金流	(806)	(1,075)	1,341	(1,726)	(2,623)
所得税	(987)	(835)	(871)	(1,235)	(1,555)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	5,581	4,346	4,701	6,515	8,193	净债务变动	1,872	6	2,471	117	(230)
少数股东权益	(657)	(526)	(513)	(713)	(898)	已派股息	(2,028)	(1,779)	(1,246)	(1,845)	(2,415)
股东净利润	4,924	3,820	4,187	5,801	7,295	其它	(649)	698	116	1	22
息税折旧摊销前利润	7,885	6,828	7,653	10,118	12,257	净现金流	(1,935)	(1,637)	4,342	(2,757)	(983)
息税前利润	6,709	5,379	5,955	8,249	10,226						
每股盈利(港币)	0.56	0.43	0.47	0.65	0.82						
每股股息(港币)	0.27	0.20	0.23	0.31	0.39						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	49,070	50,575	60,433	67,492	73,391	增长率(%)					
流动资产	20,825	19,108	19,822	29,818	33,444	收入	30.4	27.9	29.6	35.4	20.3
现金及银行存款	7,458	5,326	2,822	6,811	5,778	毛利	7.0	(12.6)	15.1	36.7	23.3
应收账款、预付、按金	11,141	10,585	13,217	18,030	21,682	经营利润	11.3	(18.4)	10.8	38.7	24.4
存货	2,045	2,029	2,098	2,885	3,469	息税折旧摊销前利润	15.0	(13.4)	10.4	32.2	21.1
其它流动资产	180	1,168	1,685	2,092	2,515	息税前利润	12.8	(19.8)	10.7	38.5	24.0
非流动资产	28,246	31,467	40,611	37,675	39,948	股东净利润	8.0	(22.4)	9.6	38.6	25.7
固定资产净额	24,844	27,438	36,560	32,710	34,136	每股盈利	0.5	(22.8)	9.5	38.5	25.7
其他应收账	733	1,124	947	818	853	利润率(%)					
其它非流动资产	2,668	2,905	3,104	4,147	4,958	毛利率	43.8	30.0	26.6	26.9	27.5
总负债	13,173	15,344	22,575	24,438	26,856	经营利润率	40.6	25.9	22.1	22.7	23.4
流动负债	7,716	10,610	17,223	18,660	19,747	息税折旧摊销前利润	49.1	33.2	28.7	28.1	28.3
短期借款	3,658	4,358	6,883	6,730	5,338	息税前利润率	41.8	26.2	22.4	22.9	23.6
应付账款	3,718	5,422	8,307	10,818	13,009	股东净利润率	30.7	18.6	15.7	16.1	16.8
其它流动负债	341	831	2,033	1,112	1,399	净负债率(%)	1.8	9.1	24.0	10.4	11.8
非流动负债	5,457	4,733	5,352	5,778	7,109	其他(%)					
长期借款	4,350	3,674	3,620	3,890	5,051	实际税率	15.1	16.2	15.7	16.0	16.0
其它非流动负债	1,107	1,059	1,732	1,888	2,058	派息比率	48.5	46.6	47.8	47.7	47.8
权益总额	35,897	35,231	37,863	43,054	46,536	已动用资本回报率	11.9	9.6	9.7	11.9	13.6
股东权益	30,312	29,748	31,975	36,452	39,036	平均净资产收益率	17.3	12.7	13.6	17.0	19.3
少数股东权益	5,585	5,483	5,889	6,602	7,500	平均资产收益率	10.6	7.7	7.5	9.1	10.4
权益及负债总额	49,070	50,575	60,438	67,492	73,391	利息覆盖倍数(倍)	47.7	27.1	15.5	16.5	21.4
净现金/(负债)	(550)	(2,707)	(7,681)	(3,809)	(4,612)						

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	2022/11/17	HK\$9.43	买入 (上调)	HK\$12.50
2	2023/2/27	HK\$9.23	买入 (维持)	HK\$12.00
3	2023/6/15	HK\$9.34	买入 (维持)	HK\$13.00
4	2023/8/1	HK\$7.55	买入 (维持)	HK\$9.62
5	2023/12/7	HK\$4.18	买入 (维持)	HK\$6.20
6	2024/2/29	HK\$4.76	买入 (维持)	HK\$7.22

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