

# 信义光能 (00968)

证券研究报告

2024年03月02日

## 23h2 光伏玻璃明显好转，持续看好龙头公司

公司公告 23 年全年业绩，23fy 公司收入 266 亿港元，yoy+29.6%；归母净利润 41.9 亿港元，yoy+9.6%。其中 23h2 收入 144.9 亿港元，yoy+33.6%，hoh+19.3%；归母净利润 27.96 亿港元，yoy+46%，hoh+101%。

### 业绩增长受光伏玻璃价格影响，h2 盈利能力回升显著

收入角度，①23fy 光伏玻璃业务收入 235 亿港元，yoy+33%。按重量计，太阳能玻璃 23fy 销量 yoy+49.3%，与产能提升节奏基本匹配（有效年融化量 yoy+45.9%）。具体看，23fy 公司新增 6 条各 1,000t/d 产线，其中 h2 公司新投 4 条各 1,000t/d 产线，截止 23 年底日熔量达 2.58wt/d。另一方面，23h2 光伏玻璃价格同比环比均下降（据卓创资讯，23h2 单平 3.2mm 镀膜光伏玻璃均价 25.9 元，yoy -5%/-1.4 元，hoh -1.6%/-0.4 元），是使得收入增速弱于销售增速的主因。

②太阳能发电业务 23fy 收入 29.7 亿港元，yoy+8%。太阳能发电业务收入增幅大体平稳，23fy 公司新增并网光伏电站 1094MW，创历史新高。截止 23fy 末，公司累计核准并网光伏电站项目 5944MW（其中集中电站有 5541MW）。同时公司计划 24 年新增 300 兆瓦自建太阳能发电场项目。

盈利能力角度，公司 23fy 综合毛利率、归母净利率分别为 26.6%、15.7%，yoy 分别-3.4、-2.9pct；其中 23h2 综合毛利率、归母净利率分别为 30.5%、19%，yoy 分别+4.2、+1.6pct，hoh 分别为+8.5、+7.8pct。分业务看，23fy 太阳能玻璃、太阳能发电毛利率分别为 21.4%、68.5%，yoy 分别-2.4、-1.9pct；23h2 两业务毛利率分别为 26.4%、66.6%，yoy 分别+1.8、-0.8pct，hoh 分别+11.2、-3.8pct。光伏玻璃毛利率环比修复明显。

### 光伏玻璃稳步扩产，资本开支预计放缓

公司作为光伏玻璃行业龙头成本优势地位稳固，坚定扩产（24fy 预计新投产 6 条合计 6400t/d 产线，其中两条马来西亚各 1200t/d 产线）。我们认为，行业扩产逐步回归理性背景下，从企业维度来看，未来增量主要集中在盈利能力较强的头部光伏玻璃企业，浮法玻璃企业投建的光伏产线，以及光伏垂直一体化企业，我们预计公司光伏玻璃市场份额稳步提升，成本等领先优势有望持续巩固并强化。

资本开支方面，公司 23 年为 99 亿港元，24 年预计全年在 70 亿港元（55 亿为光伏玻璃及发电站）。

### 继续看好公司成长前景及龙头优势，维持“买入”评级

结合光伏玻璃景气位置及原燃料价格情况，我们调整光伏玻璃价格及成本假设，同时考虑公司新增产能情况及多晶硅产能的投放，我们下调公司 24/25 年整体收入预测至 344/424 亿港元（前值 392/517 亿港元），新增 26 年预测为 501 亿港元，同时下调公司 24/25 年归母净利润预测至 46.3/59 亿港元（前值 78/104 亿港元），新增 26 年预测为 72.5 亿港元，24-26 年归母净利润 YoY 分别 10.6%/27.4%/22.9%。结合公司龙头地位及增长前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**光伏玻璃供需关系弱于预期、政策风险、光伏电站回款风险、多晶硅投资落地节奏及回报低于预期风险

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.91 港元
目标价格	港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	8,903.25
港股总市值(百万港元)	43,714.96
每股净资产(港元)	3.59
资产负债率(%)	37.35
一年内最高/最低(港元)	9.78/3.42

### 作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
熊可为	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120001 xiongkewei@tfzq.com	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com	

### 股价走势



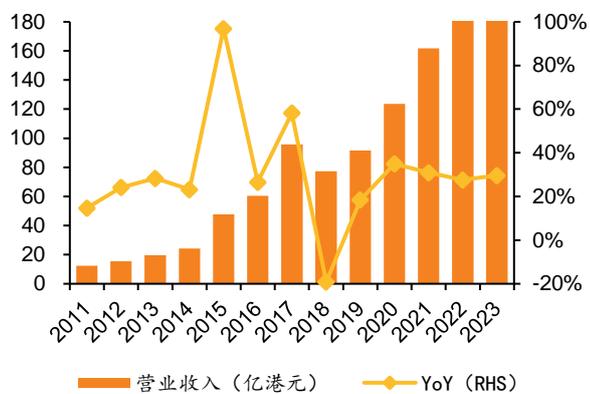
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《信义光能-公司点评:23h2 光伏玻璃毛利率环比改善，看好成长动能》  
2023-03-09
- 《信义光能-公司点评:21h2 利润率触底，看好光伏玻璃龙头优势持续强化》  
2022-03-02

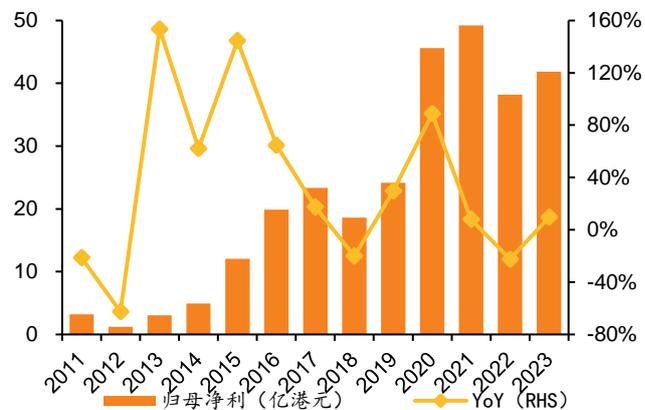
## 公司经营核心数据

图 1：公司近年收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：关键假设及公司业绩拆分预测情况

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
光伏玻璃有效年产能 (万吨)	244	333	426	658	889	1,112	1,334
yoy	24.3%	36.3%	28.0%	45.3%	35.2%	25.0%	20.0%
光伏玻璃销量 (万吨)	242	317	457	682	889	1,112	1,334
yoy	19.6%	30.9%	44.4%	49.3%	30.3%	25.0%	20.0%
ASP (港元/吨)	4,132	4,113	3,862	3,448	3,435	3,435	3,409
yoy	23.5%	-0.5%	-6.1%	-10.7%	-0.4%	0.0%	-0.8%
单位成本 (港元/吨)	2,106	2,422	2,945	2,811	2,783	2,755	2,700
yoy	-7.3%	15.0%	21.6%	-4.6%	-1.0%	-1.0%	-2.0%
光伏玻璃收入 (百万港元)	9,992	13,019	17,655	23,533	30,550	38,188	45,473
yoy	47.7%	30.3%	35.6%	33.3%	29.8%	25.0%	19.1%
光伏玻璃毛利率 (百万港元)	49.0%	41.1%	23.8%	21.4%	19.0%	19.8%	20.8%
期末光伏电站并网规模 (MW)	3,470	4,074	4,879	5,944	6,244	6,644	7,044
其中信义能源持有 (MW)	1,834	2,494	3,014	3,651	3,851	4,251	4,651
光伏电站收入 (百万港元)	2,324	2,839	2,744	2,971	3,295	3,432	3,627
yoy	-0.2%	22.2%	-3.3%	8.2%	10.9%	4.2%	5.7%
光伏电站毛利率	72.5%	74.8%	70.4%	68.5%	68.7%	68.5%	68.4%
收入合计 (百万港元)	12,316	16,065	20,544	26,629	34,445	42,420	50,100
综合毛利率	53.5%	47.0%	30.0%	26.6%	23.6%	23.5%	24.0%
销售费用率	2.6%	3.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率	4.5%	4.4%	4.8%	4.5%	5.3%	5.2%	5.1%
财务费用率	1.1%	-0.1%	0.8%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%
有效所得税税率	12.8%	15.0%	16.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
税后净利 (百万港元)	5,023	5,581	4,346	4,701	5,182	6,491	7,900
少数股东损益 (百万港元)	461	616	495	506	551	591	649
归母净利润 (百万港元)	4,561	4,924	3,820	4,187	4,631	5,900	7,251
yoy	88.7%	8.0%	-22.4%	9.6%	10.6%	27.4%	22.9%
归母净利率	37.0%	30.7%	18.6%	15.7%	13.4%	13.9%	14.5%
其中：光伏玻璃归母净利润	3,776	3,968	3,168	3,503	3,856	5,115	5,420
其中：光伏电站归母净利润	785	956	653	685	775	785	1,831

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com