

信义光能 (00968)

23H2 光伏玻璃利润率环比明显改善，超预期

公司公告 23 年全年业绩，23 年收入 266 亿港元，同比+30%；归母净利润 42 亿港元，同比+10%。其中 23H2 收入 145 亿港元，同比+34%，环比+19%；归母净利润 28 亿港元，同比+46%，环比+101%。

➤ 23H2 光伏玻璃盈利能力环比大幅改善，规模等竞争优势不断提升

23 年公司光伏玻璃收入为 235 亿港元，同比+33%；毛利率为 21.4%，同比-2.4pct。23H2 其收入为 130 亿港元，同/环比分别+35%/+23%；毛利率为 26.4%，同/环比分别+5.2%/+11.2pct。收入增长动能强劲，价格略有贡献（据卓创资讯，23H2 3.2mm 镀膜玻璃单平均价 26.4 元，环比+0.4 元），主要驱动因素为产能增加带来的销量快速增长（23H2 公司光伏玻璃销量同比+64%，环比+53%；23 年末公司光伏玻璃日熔量 25,800t/d，vs 22 年末、23H1 末分别为 19,800t/d、21,800t/d）。23H2 公司光伏玻璃业务毛利率环比改善明显，或主要源于阶段更优的供需环境，价格基本平稳略好，主要成本要素有一定下降（如 23H2 纯碱单吨均价为 2,763 元，同比-114 元/-4%、环比-46 元/-2%）。公司扩产保持强度，23 年末公司国内光伏玻璃市场份额 24.0%，同比+0.4pct，预计 24 年延续较好扩产强度（24 年公司规划新投产产能 6,400t/d，包括安徽 4 条线、马来西亚 2 条线）。

➤ 23 年新增并网光伏电站规模创新高，光伏发电盈利能力略有下降

23 年公司太阳能发电收入为 30 亿港元，同比+8%，毛利率 68.5%，环比-1.9pct；其中 23H2 收入为 15 亿港元，同比+25%，环比-1%，毛利率为 66.6%，同比-0.7pct，环比-3.8pct。23 年公司新增并网容量创历史新高至 1094MW，其中大型地面项目占比 89%。23 年末公司累计并网规模 5,944MW（5,541MW 为集中式项目）。受限电和储能安全规范的影响，23H2 太阳能发电毛利率小幅下降。公司预计 24 年新增并网装机容量 300MW。

➤ 增长保持强度，估值有优势，维持“买入”评级

公司光伏玻璃龙头地位持续强化，产能扩张保持强度，成本等竞争优势或持续强化。同时市场对公司在电站、硅料等方面布局前景市场或有一定低估。我们预计公司 24-26 年收入分别为 340/408/471 亿港元，同比+28%/+20%/+16%；归母净利润分别为 55/76/93 亿港元，同比+32%/+37%/+23%。参考可比公司估值水平，给予公司 24 年 15 倍目标 PE，目标价 9.30 港元，维持“买入”评级。

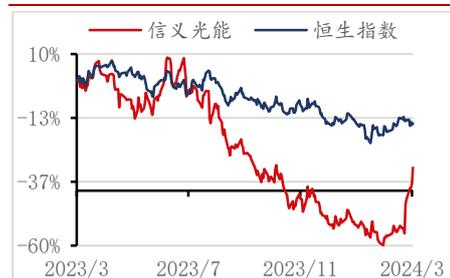
风险提示：供需景气低于预期；主要成本要素价格大幅波动；公司战略推进效果低于预期。

行业： 电力设备/光伏设备
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 5.91 港元
 目标价格： 9.30 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8,903.61/8,903.61
流通市值(百万港元)	52,620.35
每股净资产(元)	3.26
资产负债率(%)	34.36
一年内最高/最低(港元)	9.78/3.42

股价相对走势



作者

分析师：武慧东
 执业证书编号：S0590523080005
 邮箱：wuhd@glsc.com.cn

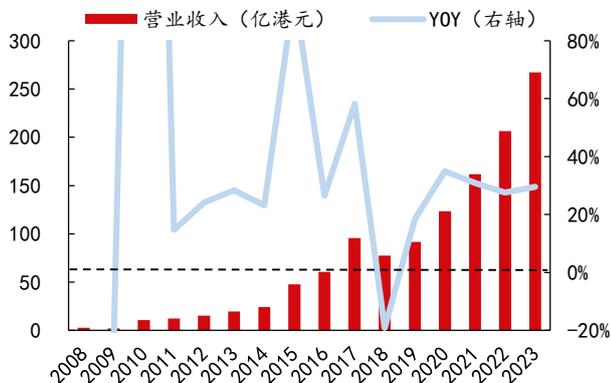
联系人：朱思敏
 邮箱：zhusm@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	20,544	26,629	33,961	40,767	47,100
增长率(%)	27.9	29.6	27.5	20.0	15.5
EBITDA(百万港元)	6,902	5,921	13,828	16,263	18,434
归母净利润(百万港元)	3,820	4,187	5,520	7,563	9,304
增长率(%)	-22.4	9.6	31.8	37.0	23.0
EPS(元/股)	0.43	0.47	0.62	0.85	1.04
市盈率(P/E)	13.8	12.6	9.5	7.0	5.7
市净率(P/B)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.2	3.4	1.8	1.4	1.1

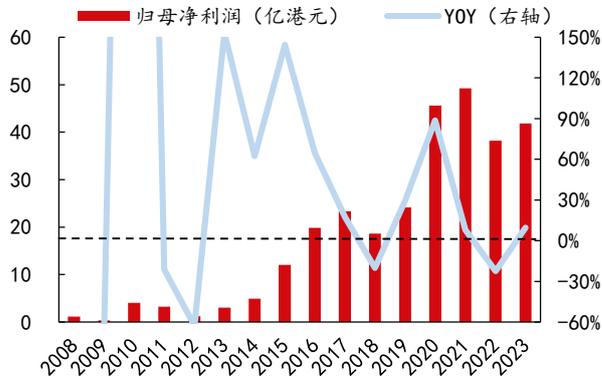
数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 08 日收盘价

相关报告

1. 公司关键数据图表

图表1：公司营业收入及同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表2：公司归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS (元/股)				P/E			
				22A	23A/E	24E	25E	22A	23A/E	24E	25E
光伏玻璃											
6865.HK	福莱特玻璃	643	18.54	0.99	1.23	1.64	2.09	18.7	15.1	11.3	8.9
1108.HK	洛阳玻璃股份	70	5.60	0.63	0.54	0.93	1.34	8.9	10.4	6.0	4.2
002623.SZ	亚玛顿	45	22.65	0.42	0.60	0.94	1.35	53.9	37.9	24.2	16.8
	平均值							27.2	21.1	13.8	9.9
	中位数							18.7	15.1	11.3	8.9
电站运营											
3868.HK	信义能源	92	1.11	0.12	0.11	0.13	0.16	9.3	9.8	8.3	7.1
600905.SH	三峡能源	1,397	4.88	0.25	0.28	0.32	0.37	19.5	17.7	15.2	13.1
	平均值							14.4	13.7	11.7	10.1
	中位数							14.4	13.7	11.7	10.1
0968.HK	信义光能	526	5.91	0.43	0.47	0.62	0.85	13.8	12.6	9.5	7.0

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

注1：股价时间 2024/03/08；除信义光能外，其他业绩预测源自Wind一致预期；

注2：截至 2024/03/09，信义光能和信义能源已发布 2023 年全年业绩，其他公司尚未发布 2023 年年报；

注3：港交所上市公司市值、收盘价单位分别为亿港元、港元，上交所/深交所上市公司市值、收盘价单位分别为亿元、元；信义光能、信义能源、洛阳玻璃股份、EPS 单位为港元，其他单位均为人民币。

图表4：关键假设及公司业绩拆分预测情况

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏玻璃有效年产能 (万吨)	336	429	634	847	1025	1183
yoy	35.8%	27.8%	47.8%	33.5%	21.0%	15.4%
光伏玻璃销量 (万吨)	317	457	682	889	1076	1242
yoy	30.9%	44.4%	49.3%	30.3%	21.0%	15.4%
APS (港元/吨)	4,113	3,862	3,448	3,455	3,492	3,534
yoy	-0.5%	-6.1%	-10.7%	0.2%	1.1%	1.2%
单位成本 (港元/吨)	2,422	2,945	2,711	2,629	2,577	2,551
yoy	15.0%	21.6%	-8.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
光伏玻璃收入 (百万港元)	13,019	17,655	23,533	30,720	37,568	43,886
yoy	30.3%	35.6%	33.3%	30.5%	22.3%	16.8%
光伏玻璃毛利率	41.1%	23.8%	21.4%	23.9%	26.2%	27.8%
期末光伏电站并网规模 (MW)	4,074	4,879	5,944	6,244	6,544	6,844
其中信义能源持有 (MW)	2,394	2,914	3,551	3,851	4,151	4,451
光伏电站收入 (百万港元)	2,839	2,744	2,970	3,078	3,035	3,051
yoy	22.2%	-3.3%	8.2%	3.6%	-1.4%	0.5%
光伏电站毛利率	74.8%	70.4%	68.5%	66.5%	65.1%	64.3%
营业总收入 (百万港元)	16,065	20,544	26,629	33,961	40,767	47,100
yoy	30.4%	27.9%	29.6%	27.5%	20.0%	15.5%
综合毛利率	47.0%	30.0%	26.6%	27.7%	29.1%	30.1%
销售费用率	3.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	4.4%	4.8%	4.5%	5.0%	4.9%	4.7%
财务费用率	-0.1%	0.8%	1.3%	1.2%	0.6%	0.3%
有效所得税税率	15.0%	16.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
税后净利	5,581	4,346	4,701	6,168	8,357	10,281
少数股东损益	657	526	513	648	794	977
归母净利润 (百万港元)	4,924	3,820	4,187	5,520	7,563	9,304
yoy	8.0%	-22.4%	9.6%	31.8%	37.0%	23.0%
归母净利率	30.7%	18.6%	15.7%	16.3%	18.6%	19.8%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

2. 风险提示

供需景气低于预期；主要成本要素价格大幅波动；公司战略推进效果低于预期。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,108	19,822	27,742	37,763	52,636	营业收入	20,544	26,629	33,961	40,767	47,100
现金	5,370	3,877	3,396	8,638	19,078	营业成本	14,386	19,539	24,547	28,918	32,902
应收票据及应收账款合计	10,426	11,951	17,499	21,006	24,269	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	91	106	132	154	172
预付账款	852	710	1,451	1,741	2,012	管理费用	0	0	0	0	0
存货	2,029	2,098	3,998	4,710	5,359	财务费用	168	349	394	236	127
其他流动资产	431	1,186	1,398	1,667	1,917	财务费用	0	0	0	0	0
非流动资产	31,467	40,611	34,485	28,358	22,231	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	营业利润	5,900	6,634	8,887	11,459	13,899
固定资产	27,069	36,560	30,832	25,105	19,377	其他非经营损益	-719	-1,063	-1,580	-1,559	-1,719
无形资产	2,544	2,394	1,995	1,596	1,197	利润总额	5,181	5,571	7,307	9,900	12,180
其他非流动资产	1,854	1,658	1,658	1,658	1,658	所得税	835	871	1,139	1,544	1,899
资产总计	50,575	60,433	62,227	66,121	74,867	净利润	4,346	4,701	6,168	8,357	10,281
流动负债	10,610	17,223	14,916	13,285	15,235	少数股东损益	526	513	648	794	977
短期借款	4,358	6,883	3,746	0	0	归属母公司净利润	3,820	4,187	5,520	7,563	9,304
应付票据及应付账款合计	2,538	4,283	4,470	5,266	5,992	EBITDA	6,902	5,921	13,828	16,263	18,434
其他流动负债	3,714	6,057	6,699	8,019	9,243	EPS (元)	0.43	0.47	0.62	0.85	1.04
非流动负债	4,733	5,352	5,352	5,352	5,352						
长期借款	3,674	3,620	3,620	3,620	3,620	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	1,059	1,732	1,732	1,732	1,732	成长能力					
负债合计	15,344	22,575	20,268	18,637	20,587	营业收入(%)	27.9	29.6	27.5	20.0	15.5
少数股东权益	5,483	5,884	6,531	7,325	8,302	EBIT (%)	-18.4	10.7	30.2	24.2	26.3
股本	890	890	1,890	2,890	3,890	EBITDA (%)	-10.7	-14.2	133.5	17.6	13.3
资本公积	28,859	31,084	30,084	29,084	28,084	归母净利润(%)	-22.4	9.6	31.8	37.0	23.0
留存收益	0	0	3,453	8,183	14,003	获利能力					
归属母公司股东权益	29,748	31,975	35,427	40,158	45,978	毛利率(%)	30.0	26.6	27.7	29.1	30.1
负债和股东权益	50,575	60,433	62,227	66,121	74,867	净利率(%)	21.2	17.7	18.2	20.5	21.8
						ROE(%)	12.8	13.1	15.6	18.8	20.2
						ROIC(%)	13.7	15.2	17.2	20.5	26.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.3	37.4	32.6	28.2	27.5
						流动比率	1.8	1.2	1.9	2.8	3.5
						速动比率	1.6	1.0	1.5	2.4	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
						存货周转率	7.1	9.3	6.1	6.1	6.1
						应收账款周转率	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.43	0.47	0.62	0.85	1.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.65	0.72	1.50	1.74
						每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.59	3.98	4.51	5.16
						估值比率					
						P/E	13.77	12.57	9.53	6.96	5.66
						P/B	1.77	1.65	1.49	1.31	1.14
						EV/EBIT	2.89	3.44	3.25	2.31	1.66
						EV/EBITDA	2.24	3.44	1.81	1.44	1.11

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 08 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼