

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 3.71	港元 4.09↓	+10.2%

2024年8月1日

信义光能 (968 HK)

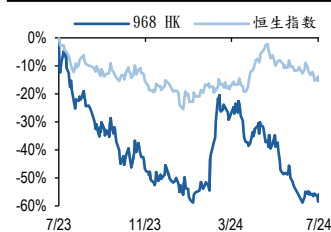
发电业务拖累业绩，光伏玻璃行业进入产能出清阶段

- 低基数下光伏玻璃毛利率同比大幅提升，发电业务拖累业绩：公司2024年上半年实现收入12.7亿港元，同比+4.5%，归母净利19.6亿港元，同比+41.0%，略超预期中值19.5亿港元。由于产量增长，光伏玻璃销量同比增长12.2%，但产销率偏低导致存货环比大增59%，分部收入增长4.8%至110.9亿港元，尽管销售均价下跌，但原燃料价格大跌导致成本下降更多，分部毛利率在低基数下同比提高6.3个百分点至21.5%，因售价下跌环比则下降4.9个百分点。由于累计装机增长，光伏发电收入同比+3.8%至15.5亿港元，但由于弃光率及市场电量比例提升，分部毛利率同比下降4.9个百分点至65.5%。公司上半年自建光伏装机300兆瓦，向信义能源出售200兆瓦，下半年无自建计划。人民币兑港元同比贬值4.2%也对业绩造成了负面影响。
- 扩产慢于预期，冷修老旧产能降低成本：公司上半年点火安徽2*1000吨和马来1200吨光伏玻璃产线，仅完成原计划的一半，7月冷修2*500和600吨老旧产线以降低成本，下半年将点火上半年未完成的3200吨（马来1200吨8月上旬，安徽2*1000吨择机），明年将点火印度尼西亚2*1450吨。公司将今年年熔量增速指引由35%下调至26%。
- 光伏玻璃价格持续下跌，行业进入出清阶段：光伏组件6/7月环比持续减产11%/9%，导致光伏玻璃供过于求加剧，2.0/3.2毫米玻璃价格7月以来继续下跌9.5%/3.1%。在当前价格下，我们测算除公司和福莱特仍有盈利外，其他企业均已严重亏损，700吨以下窑炉绝大多数已亏损现金。在巨大的亏损和库存压力下，行业出现冷修潮，7月冷修产能达5950吨且最近几天加速，而新点火产能仅有月初1200吨，行业日熔量7月底环比减少4.1%，为今年2月以来首次下降。我们预计8月供给仍将继续减少，其中700吨以下窑炉大多将永久关停，而组件则将有所增产，玻璃将实现供需平衡，随着旺季到来，9月组件有望大幅增产并推动玻璃去库，价格进一步下跌的可能性较低。
- 维持中性：由于光伏玻璃价格跌幅超预期和公司扩产慢于预期，我们下调2024-26年盈利预测10%/8%/7%，基于10倍2024年市盈率，将目标价下调至4.09港元（原4.51港元），维持中性。日前中共中央政治局会议首次提出“畅通落后低效产能退出渠道”，我们认为后续若推出相关措施，则有望推动光伏玻璃行业利润率更快回归合理水平。

个股评级

中性

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	8.00
52周低位 (港元)	3.46
市值 (百万港元)	33,055.69
日均成交量 (百万)	38.46
年初至今变化 (%)	(18.64)
200天平均价 (港元)	4.76

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

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	25,417	30,913	36,609
同比增长 (%)	27.9	29.6	-4.5	21.6	18.4
净利润 (百万港元)	3,820	4,187	3,631	4,171	5,581
每股盈利 (港元)	0.43	0.47	0.41	0.47	0.63
同比增长 (%)	-22.5	9.5	-13.3	14.9	33.8
前EPS预测值 (港元)			0.45	0.51	0.67
调整幅度 (%)			-9.9	-8.1	-6.9
市盈率 (倍)	8.6	7.9	9.1	7.9	5.9
每股账面净值 (港元)	3.34	3.59	3.80	4.05	4.37
市账率 (倍)	1.11	1.03	0.98	0.92	0.85
股息率 (%)	5.4	6.1	5.3	6.1	8.1

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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 (百万港元)	1H23	2H23	1H24	同比	环比
营业收入	12,142	14,487	12,687	4.5%	-12.4%
营业成本	-9,470	-10,069	-9,281	-2.0%	-7.8%
毛利	2,672	4,417	3,406	27.5%	-22.9%
其他收入	139	231	173	24.7%	-25.2%
其他经营净收益	-19	-229	-42	122.6%	-81.9%
销售费用	-58	-49	-56	-2.8%	15.2%
行政费用	-565	-638	-594	5.1%	-6.9%
应收账款减值损失	-12	2	-21	69.3%	-1064.7%
营业利润	2,157	3,735	2,867	32.9%	-23.3%
财务收入	16	19	20	26.5%	7.1%
财务费用	-172	-212	-240	39.2%	13.4%
应占共同控制实体损益	17	11	15	-14.9%	37.1%
除税前溢利	2,018	3,553	2,662	31.9%	-25.1%
所得税	-334	-536	-507	51.4%	-5.6%
净利润	1,684	3,017	2,155	28.0%	-28.6%
归母净利润	1,392	2,796	1,962	41.0%	-29.8%
少数股东损益	292	221	193	-34.1%	-13.0%

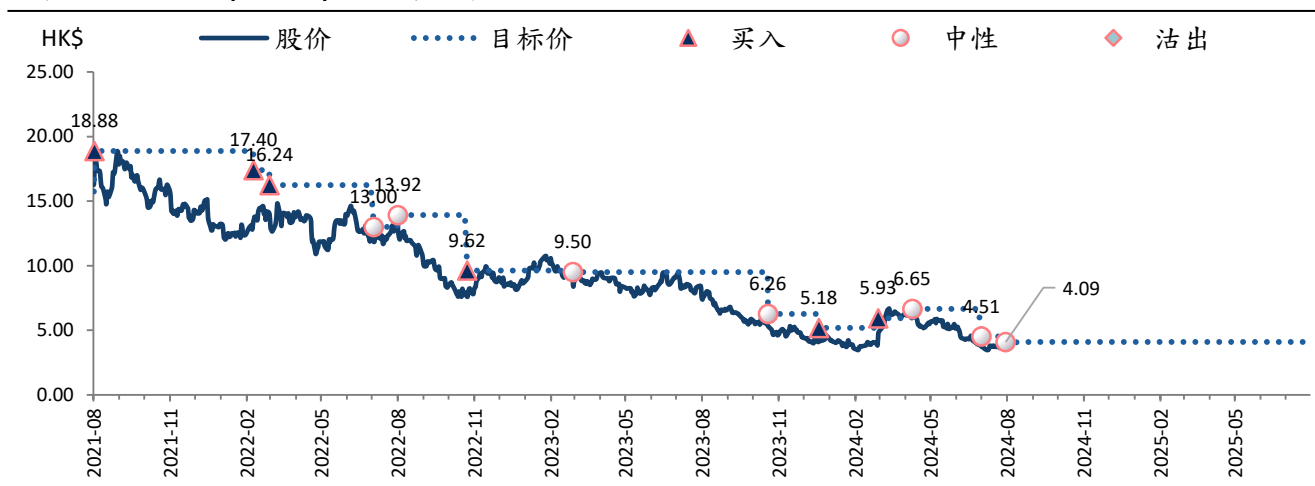
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司关键业务数据及预测

年结: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏玻璃					
销量 (万吨)	439	655	727	919	1,083
单吨售价 (人民币元)	3,452	3,233	2,800	2,750	2,800
营业收入 (百万港元)	17,655	23,533	22,122	27,477	32,955
毛利率 (%)	23.8	21.4	18.0	18.0	20.0
光伏发电					
新增装机量 (兆瓦)	768	945	300	500	700
累计装机量 (兆瓦)	4,574	5,519	5,819	6,319	7,019
营业收入 (百万港元)	2,744	2,970	3,170	3,311	3,529
毛利率 (%)	70.4	68.5	64.5	64.5	64.5

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
836 HK	华润电力	买入	21.50	27.55	28.1%	2024年06月14日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.85	2.50	35.1%	2024年06月13日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.68	4.75	29.1%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.02	9.03	28.6%	2024年05月28日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.08	2.02	-2.9%	2024年07月25日	运营商
688390 CH	固德威	买入	60.31	81.07	34.4%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	68.83	88.93	29.2%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.39	12.04	62.9%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.10	1.62	47.3%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	11.32	13.10	15.7%	2024年07月11日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.71	4.09	10.2%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 7 月 31 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	25,417	30,913	36,609
主营业务成本	(14,386)	(19,539)	(19,370)	(23,811)	(27,722)
毛利	6,159	7,090	6,047	7,102	8,887
销售及管理费用	(1,070)	(1,310)	(1,218)	(1,450)	(1,679)
其他经营净收入/费用	240	370	407	448	493
经营利润	5,328	6,150	5,236	6,099	7,701
财务成本净额	(168)	(349)	(528)	(523)	(445)
应占联营公司利润及亏损	31	28	28	(138)	(97)
其他非经营净收入/费用	(10)	(257)	(10)	(10)	(10)
税前利润	5,181	5,571	4,727	5,429	7,149
税费	(835)	(871)	(709)	(787)	(1,001)
非控股权益	(526)	(513)	(387)	(470)	(567)
净利润	3,820	4,187	3,631	4,171	5,581
作每股收益计算的净利润	3,820	4,187	3,631	4,171	5,581

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	2,796	3,400	4,027
应收账款及票据	9,567	11,439	12,359	13,884	15,441
存货	2,029	2,098	2,267	2,816	3,296
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	20,883	23,579	26,266
物业、厂房及设备	27,438	36,560	40,822	44,758	48,369
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	371	233	136
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	44,862	48,622	52,097
总资产	50,575	60,433	65,745	72,200	78,363
短期贷款	4,408	6,968	6,783	8,341	10,769
应付账款	5,531	8,391	8,811	9,251	9,714
其他短期负债	671	1,863	1,829	1,849	1,902
总流动负债	10,610	17,223	17,423	19,441	22,385
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	25,805	29,856	32,834
股本	890	890	890	890	890
储备及其他资本项目	28,859	31,084	32,972	35,141	38,043
股东权益	29,748	31,975	33,863	36,032	38,934
非控股权益	5,483	5,884	6,077	6,312	6,596
总权益	35,231	37,858	39,940	42,344	45,530

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	4,727	5,429	7,149
合资企业/联营公司收入调整	(31)	(28)	(28)	138	97
折旧及摊销	1,554	1,825	2,142	2,468	2,794
营运资本变动	(49)	(598)	(777)	(1,701)	(1,609)
利息调整	168	349	528	523	445
税费	(742)	(929)	(709)	(787)	(1,001)
其他经营活动现金流	(188)	(401)	(646)	(644)	(573)
经营活动现金流	5,892	5,790	5,236	5,425	7,301
资本开支	(6,646)	(9,877)	(6,250)	(6,250)	(6,250)
其他投资活动现金流	192	(524)	109	108	110
投资活动现金流	(6,454)	(10,401)	(6,141)	(6,142)	(6,140)
负债净变动	6	2,477	2,814	3,559	2,428
权益净变动	19	27	0	0	0
股息	(1,779)	(1,558)	(1,936)	(2,237)	(2,962)
其他融资活动现金流	679	1,246	0	0	0
融资活动现金流	(1,075)	2,193	878	1,322	(535)
汇率收益/损失	(495)	(86)	0	0	0
年初现金	7,458	5,326	2,822	2,796	3,400
年末现金	5,326	2,822	2,796	3,400	4,027

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	0.408	0.469	0.627
全面摊薄每股收益	0.429	0.470	0.408	0.469	0.627
每股股息	0.200	0.225	0.196	0.225	0.301
每股账面值	3.344	3.591	3.803	4.047	4.373
利润率分析(%)					
毛利率	30.0	26.6	23.8	23.0	24.3
EBITDA利润率	33.6	29.1	29.1	27.2	28.4
EBIT利润率	26.0	22.2	20.7	19.3	20.7
净利率	18.6	15.7	14.3	13.5	15.2
盈利能力(%)					
ROA	10.8	10.7	8.4	8.7	10.1
ROE	12.7	13.6	11.0	11.9	14.9
ROIC	11.8	11.7	9.1	9.4	11.0
其他					
净负债权益比(%)	10.2	23.0	28.9	34.2	35.8
利息覆盖率	29.1	16.2	12.0	13.7	19.4
流动比率	1.8	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	51.7	38.5	41.1	39.0	40.2
应收账款周转天数	169.1	144.0	170.9	154.9	146.2

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8月1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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。