

香港股市 | 新能源 | 光伏

信义光能 (968 HK)

中期业绩符合预示，但下半年充满挑战

光伏玻璃价格受压，公司调低有效年熔化量目标

1H24 股东净利润同比上升 41.0%至 19.6 亿元(港币, 下同), 待合公司盈利预示的 35%-45% 同比增长。收入同比增长 4.5%至 126.9 亿元, 其中光伏玻璃及发电收入分别同比上升 4.8%及 3.8%至 110.9 亿及 15.5 亿元(见图表 1)。

光伏玻璃毛利及毛利率分别同比上升 47.8%及 6.3 个百分点至 23.8 亿元及 21.5%。可是由于供过于求, 光伏组件价格持续下跌, 相对稳定的光伏玻璃价格也于第二季起回落, 年初至今市价下跌 7.5%。虽然如此, 原材料(例如纯碱)价格也同步下滑, 抵消部份影响(见图表 2 至 4)。另一方面, 公司维持 FY24 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, 但是当中 2 条芜湖及 1 条马来西亚生产线延迟至年底及 8 月才投产。因此公司调低今年有效年熔化量目标 7.1%至 985 万吨, 同比增长 25.6%(原计划+35.2%)。

光伏发电受限制上网因素影响

光伏发电毛利及毛利率分别同比下跌 3.4%及 4.9 个百分点至 10.2 亿元及 65.5%, 主因(一) 电网限制上网电量及(二)市场化电力交易增加导致平均上网电价下跌。当中湖北受影响较大, 占并网装机容量 16.8%。参考不同市场讯息后, 我们担心下半年上述情况持续。

云南多晶硅项目投产期尚未落实

云南多晶硅项目(首期年产量 6 万吨)延迟投产, 由原计划今年首季至目前未有目标, 估计主因是多晶硅价格持续下跌(年初至今降 39.9%)可导致投产后即录得亏损(见图表 5)。

降低盈利预测, 下调评级至“中性”

因应上述业绩及生产计划改变, 我们分别降低 2024-25 年股东净利润预测 12.8%及 19.7%, 并新增 FY26 预测。我们相应将目标价由 7.22 港元降低至 3.98 港元, 对应 7.0 倍 2024 年市盈率及 7.2%上升空间。我们将评级由“买入”下调至“中性”。

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 7 月 31 日)

年结:12月31日	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	20,544	26,629	34,118	39,746	42,893
增长率 (%)	27.9	29.6	28.1	16.5	7.9
股东净利润	3,820	4,187	5,061	5,861	6,347
增长率 (%)	(22.4)	9.6	20.9	15.8	8.3
每股盈利 (港币)	0.43	0.47	0.57	0.66	0.71
市盈率 (倍)	8.6	7.9	6.5	5.6	5.2
每股股息 (港币)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.33
股息率 (%)	5.4	6.1	7.0	8.2	8.8
每股净资产 (港币)	3.34	3.59	4.14	4.84	5.64
市净率 (倍)	1.11	1.03	0.90	0.77	0.66

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 中性

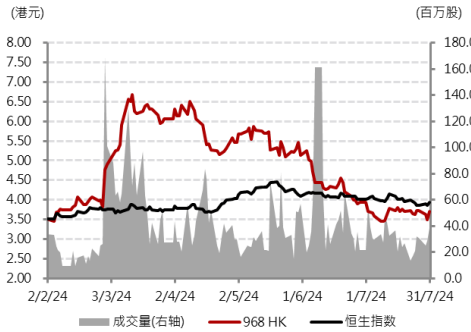
目标价: 3.98 港元

股票资料 (更新至 2024 年 7 月 31 日)

现价	3.71 港元
总市值	33,055.70 百万港元
流通股比例	46.95%
已发行总股本	8,909.89 百万
52 周价格区间	3.39-8.578 港元
3 个月日均成交额	166.57 百万港元
主要股东	李贤义及关连人士 (占 29.54%) 信义玻璃 (868 HK) (占 22.90%)

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

20240301 - 信义光能 (968 HK) 更新报告: FY23 业绩胜预期, 主因下半年毛利率大幅改善

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

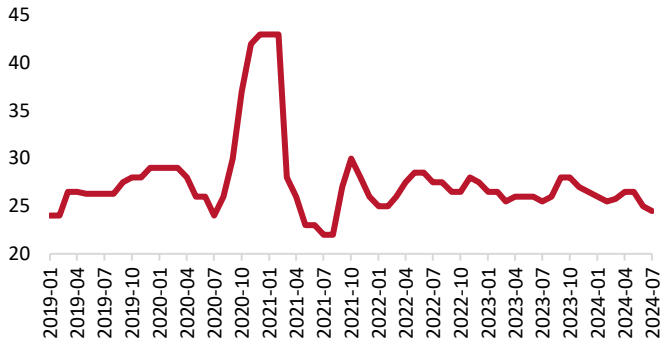
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2024 年上半年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2023 年 上半年	2024 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	12,142	12,687	4.5	
- 太阳能玻璃销售	10,579	11,090	4.8	销售量同比上升 12.2%，但平均售价下跌及人民币贬值抵消部份影响
- 太阳能发电场业务	1,491	1,548	3.8	下半年新增并网项目，但电网限制消纳、平均上网电价下降及人民币贬值抵消部份影响
- 其他	72	48	(33.2)	
销售成本	(9,470)	(9,281)	(2.0)	
毛利	2,672	3,406	27.5	
- 太阳能玻璃销售	1,612	2,384	47.8	
- 太阳能发电场业务	1,050	1,015	(3.4)	毛利率下跌 4.9 个百分点
- 其他	10	8	(22.6)	
其他收入	139	173	24.7	废料销售同比上升 152.0%至 7,011 千万元
其他盈利净额	(19)	(42)	122.6	
销售及营销开支	(58)	(56)	(2.8)	
行政及其他营运开支	(565)	(594)	5.1	
金融及合约资产减值亏损净额	(12)	(21)	69.3	
经营溢利	2,157	2,867	32.9	
财务收入	16	20	26.5	
财务支出	(172)	(240)	39.2	借贷利率上升
应占合营企业及联营公司溢利	17	15	(14.9)	
除税前利润	2,018	2,662	31.9	
所得税	(334)	(507)	51.4	实质税率由 16.7%上升至 19.1%
税后利润	1,684	2,155	28.0	
非控股权益持有人	(292)	(193)	(34.1)	
股东净利润	1,391	1,962	41.0	
每股盈利 (港币)	0.16	0.22	40.9	
每股股息 (港币)	0.08	0.10	33.3	分红比率由 48.0%下跌至 45.4%
利润率 (%)			变动(百分点)	
毛利率	22.0	26.8	4.8	
- 太阳能玻璃销售	15.2	21.5	6.3	
- 太阳能发电场业务	70.4	65.5	(4.9)	
- 其他	13.8	16.0	2.2	
经营利润率	17.8	22.6	4.8	
股东净利润率	11.5	15.5	4.0	

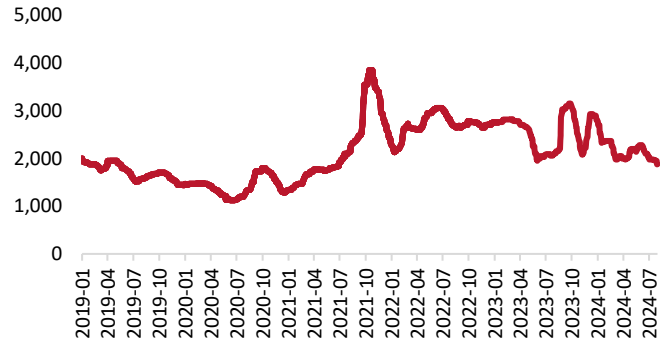
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价
价格 (人民币/平米)



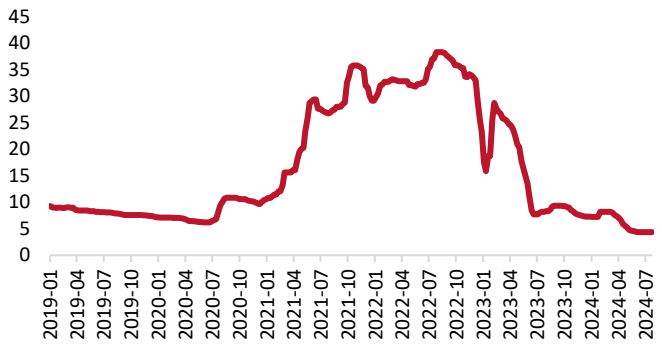
注：截至 2024 年 7 月 24 日
来源：PVInfoLink、Wind、中泰国际研究部

图表 3：纯碱市场现货价
价格 (人民币/吨)



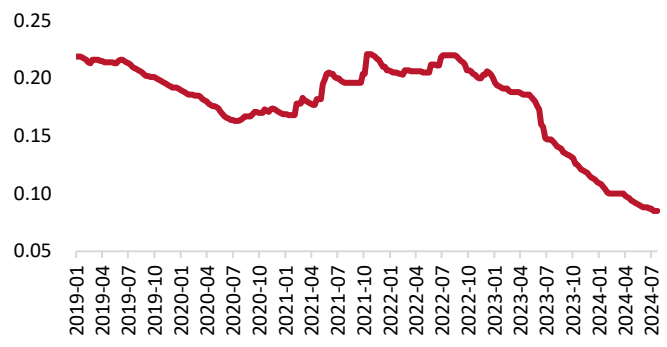
注：截至 2024 年 7 月 31 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：光伏级多晶硅市场现货均价
价格 (美元/千克)



注：截至 2024 年 7 月 24 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：晶硅光伏组件市场现货均价
价格 (美元/瓦)



注：截至 2024 年 7 月 24 日
来源：Wind、中泰国际研究部

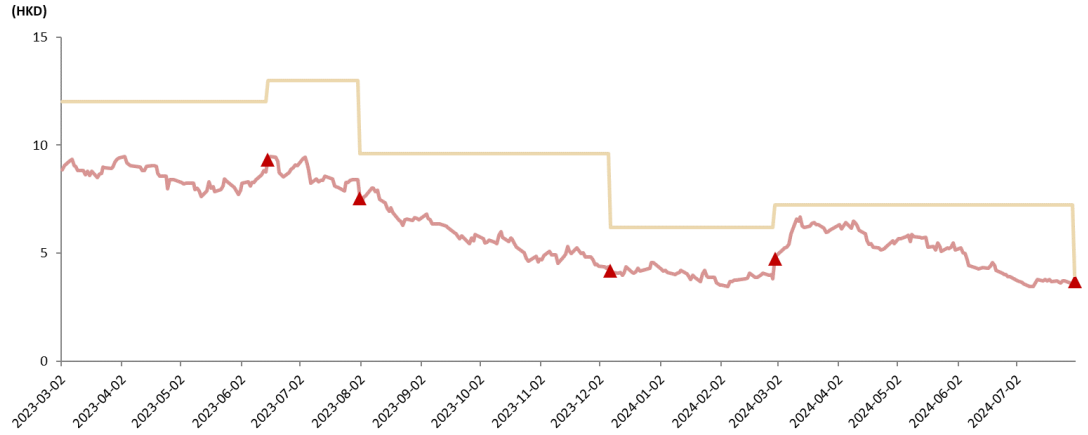
图表 6: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	20,544	26,629	34,118	39,746	42,893	经营活动现金流	5,892	5,790	6,524	10,125	12,157
销售成本	(14,386)	(19,539)	(25,468)	(29,598)	(31,881)	净利润	3,820	4,187	5,061	5,861	6,347
毛利	6,159	7,090	8,649	10,148	11,012	折旧与摊销	1,554	1,825	2,427	2,896	3,319
其他收入及收益	230	113	205	199	214	营运资本变动	(49)	(598)	89	22	69
销售、分销及行政成本	(1,070)	(1,310)	(1,638)	(1,868)	(1,973)	其它	567	376	(1,052)	1,345	2,422
经营利润	5,318	5,893	7,216	8,479	9,253	投资活动现金流	(6,454)	(10,400)	(7,408)	(6,667)	(7,334)
财务收入	31	34	13	23	43	资本性支出净额	(6,263)	(9,602)	(6,859)	(6,173)	(6,790)
财务费用	(198)	(384)	(499)	(703)	(850)	其它	(191)	(799)	(549)	(494)	(543)
应占公司利润	31	28	30	31	33	融资活动现金流	(1,075)	2,193	3,892	1,581	23
税前利润	5,181	5,571	6,760	7,830	8,479	股本变动	19	27	0	0	0
所得税	(835)	(871)	(1,077)	(1,248)	(1,351)	净债务变动	6	2,477	5,117	3,270	2,162
税后利润	4,346	4,701	5,683	6,582	7,127	已派股息	(1,779)	(1,558)	(2,226)	(2,486)	(2,789)
少数股东权益	(526)	(513)	(622)	(721)	(780)	其它	679	1,246	1,001	797	650
股东净利润	3,820	4,187	5,061	5,861	6,347	净现金流	(1,637)	(2,417)	3,008	5,039	4,846
息税折旧摊销前利润	6,933	7,780	9,685	11,429	12,647						
息税前利润	5,379	5,955	7,259	8,533	9,329						
每股盈利(港币)	0.43	0.47	0.57	0.66	0.71						
每股股息(港币)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.33						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2025 年 预测
总资产	50,575	60,433	75,541	89,926	102,794	增长率(%)					
流动资产	19,108	19,822	25,951	34,268	40,924	收入	27.9	29.6	28.1	16.5	7.9
现金及银行存款	5,326	2,822	5,780	10,769	15,565	毛利	(12.6)	15.1	22.0	17.3	8.5
应收账款、预付、按金	10,585	13,217	16,377	19,078	20,589	经营利润	(18.4)	10.8	22.5	17.5	9.1
存货	2,029	2,098	2,129	2,480	2,677	息税折旧摊销前利润	(13.4)	12.2	24.5	18.0	10.7
其它流动资产	1,168	1,685	1,665	1,940	2,094	息税前利润	(19.8)	10.7	21.9	17.6	9.3
非流动资产	31,467	40,611	49,589	55,658	61,870	股东净利润	(22.4)	9.6	20.9	15.8	8.3
固定资产净额	27,438	36,560	44,965	50,332	56,070	每股盈利	(22.8)	9.5	20.8	15.8	8.3
其他应收账	1,124	947	1,124	1,258	1,402	利润率(%)					
其它非流动资产	2,905	3,104	3,500	4,067	4,398	毛利率	30.0	26.6	25.4	25.5	25.7
总负债	15,344	22,575	32,141	39,545	44,506	经营利润率	25.9	22.1	21.2	21.3	21.6
流动负债	10,610	17,223	24,364	27,936	29,550	息税折旧摊销前利润	33.2	29.2	28.4	28.8	29.5
短期借款	4,358	6,883	9,730	9,338	8,338	息税前利润率	26.2	22.4	21.3	21.5	21.7
应付账款	5,422	8,307	11,941	15,103	17,157	股东净利润率	18.6	15.7	14.8	14.7	14.8
其它流动负债	831	2,033	2,692	3,494	4,054	净负债率(%)	9.1	24.0	26.7	18.8	10.9
非流动负债	4,733	5,352	7,778	11,609	14,956	其他(%)					
长期借款	3,674	3,620	5,890	9,551	12,713	实际税率	16.2	15.7	16.0	16.0	16.0
其它非流动负债	1,059	1,732	1,888	2,058	2,243	派息比率	46.6	47.8	45.9	46.1	46.0
权益总额	35,231	37,863	43,400	50,381	58,288	已动用资本回报率	9.6	9.7	9.9	9.5	8.7
股东权益	29,748	31,975	36,889	43,149	50,277	平均净资产收益率	12.7	13.6	14.7	14.6	13.6
少数股东权益	5,483	5,889	6,511	7,231	8,012	平均资产收益率	7.7	7.5	7.4	7.1	6.6
权益及负债总额	50,575	60,438	75,541	89,926	102,794	利息覆盖倍数(倍)	27.1	15.5	14.5	12.1	11.0
净现金/(负债)	(2,707)	(7,681)	(9,840)	(8,121)	(5,486)						

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	2023/6/15	HK\$9.34	买入 (维持)	HK\$13.00
2	2023/8/1	HK\$7.55	买入 (维持)	HK\$9.62
3	2023/12/7	HK\$4.18	买入 (维持)	HK\$6.20
4	2024/2/29	HK\$4.76	买入 (维持)	HK\$7.22
5	2024/7/31	HK\$3.71	中性 (下调)	HK\$3.98

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