

信义光能 (00968.HK)

光伏玻璃盈利同比改善，发电业务短期承压

优于大市

核心观点

2024H1 公司实现归母净利润 17.9 亿元，同比+41%。2024H1 公司实现营业收入 116.7 亿元，同比增长 5%；归母净利润 17.9 亿元，同比增长 41%。分业务来看，2024H1 光伏玻璃实现营业收入 101.2 亿元，同比增长 4%；毛利率 22%，同比提升 6pcts；光伏电站运营实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 3%；毛利率 66%，同比下滑 5pcts。

光伏玻璃盈利改善，产能扩张稳步推进。2024H1 公司光伏玻璃实现营业收入 101.2 亿元，同比增长 4%；毛利率 22%，同比提升 6pcts。2023 年底公司光伏玻璃日熔量产能 2.58 万吨，2024H1 公司新增 3,200 吨产能，截至 2024H1 末公司光伏玻璃日熔量产能达到 2.9 万吨。按照行业 2.0mm 玻璃出货占比 80%测算，我们估计 2024H1 公司光伏玻璃销售 6.1 亿平，同比增长 11%；综合不含税单平售价为 16.5 元，单平毛利为 3.6 元，同比提升 0.9 元。由于纯碱、天然气采购价格下跌，盈利同比有所改善，但组件竞争加剧，组件价格持续下滑，光伏玻璃价格下行，利润空间受到挤压。按照行业 2.0mm 玻璃出货占比 80%测算，光伏玻璃单价自年内高点的 17.5 元（4 月）下滑 2 元至 15.5 元（7 月），我们测算头部企业 7 月单平毛利约为 2.9-3.0 元。当前光伏玻璃环节盈利处于低位，投资进入及退出门槛较高，行业产能监管力度加大，中尾部企业面临亏损，预计未来行业集中度有望提高。2024H2 公司有望新增 3,200 吨日熔量光伏玻璃产线，预计 2024 年底公司光伏玻璃日熔量产能达到 3.22 万吨。

发电业务盈利能力下滑，电站建设有所放缓。2024H1 公司光伏电站运营实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 3%；毛利率 66%，同比下滑 5pcts。2024H1 公司加权平均上网电价约为 0.57 元/kWh，同比下滑 0.02 元/kWh，受到限电及市场化交易影响，公司发电业务盈利能力有所下滑。2023 年底公司权益装机容量 4.11GW，控股装机容量 5.94GW；2024H1 公司新增控股装机 0.3GW，2024 年 6 月底投产控股装机容量达到 6.24GW（公司直接持有 2.35GW，并通过信义能源间接持有 3.90GW，其中 5.84GW 为集中式项目），电站建设速度有所放缓。我们预计 2024-2026 年公司分别新增光伏控股装机 0.3GW、0.6GW、0.6GW，2024-2026 年底投产控股装机容量达到 6.2GW、6.8GW、7.3GW。

风险提示：光伏玻璃产销不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：考虑光伏组件环节竞争加剧利润下滑，玻璃企业现金流承压，基于审慎原则，下调公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 36.3/35.5/45.9 亿元（原预测 43.8/51.2/60.0 亿元），同比增速 -4%/-2%/+29%（原预测 15%/17%/17%），摊薄 EPS 为 0.41/0.40/0.52 元，对应 2024-2026 年动态 PE 为 8/8/6 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,351	24,132	24,483	28,197	33,566
(+/-%)	39.7%	31.5%	1.5%	15.2%	19.0%
净利润(百万元)	3412	3794	3630	3549	4587
(+/-%)	-15.2%	11.2%	-4.3%	-2.2%	29.3%
每股收益(元)	0.38	0.43	0.41	0.40	0.52
EBIT Margin	24.8%	21.7%	19.7%	16.6%	17.6%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	13.1%	11.8%	10.8%	13.1%
市盈率 (PE)	8.4	7.5	7.8	8.0	6.2
EV/EBITDA	7.6	7.4	8.1	8.6	7.3
市净率 (PB)	1.07	0.98	0.92	0.87	0.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：陈抒扬

010-88005313

0755-81982965

wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn

S0980520080003

S0980523010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.49 港元
总市值/流通市值	31096/31096 百万港元
52 周最高价/最低价	7.77/3.32 港元
近 3 个月日均成交额	165.74 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

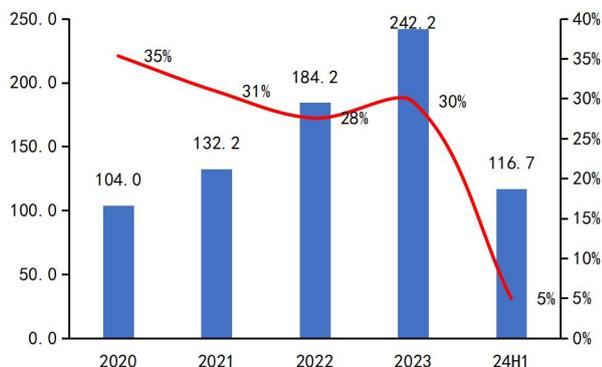
《信义光能 (00968.HK) - 光伏玻璃持续扩产，新能源运营装机稳步增长》——2024-02-29

《信义光能 (00968.HK) - 上半年成本高企致利润承压，下半年盈利有望改善》——2023-08-04

《信义光能 (00968.HK) - 深耕光伏玻璃行业，成本优势显著》——2023-06-23

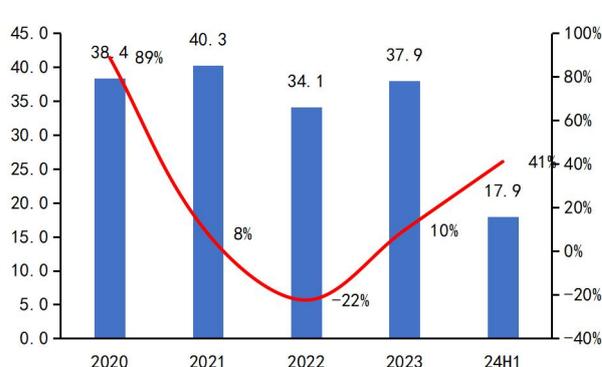
2024H1 公司实现归母净利润 17.9 亿元，同比+41%。2024H1 公司实现营业收入 116.7 亿元，同比增长 5%；归母净利润 17.9 亿元，同比增长 41%。

图1: 公司营业收入及增速 (亿元、%)



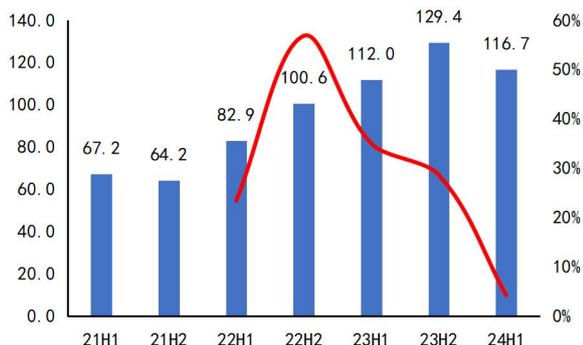
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



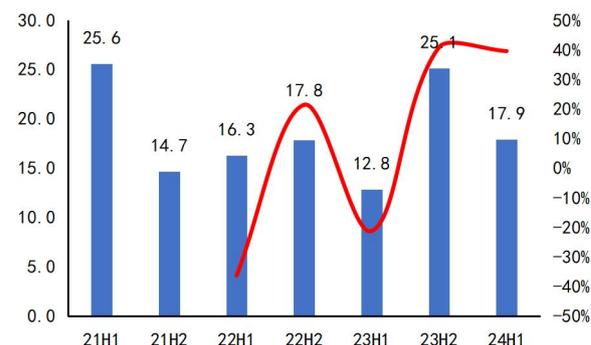
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度营业收入及增速 (亿元、%)



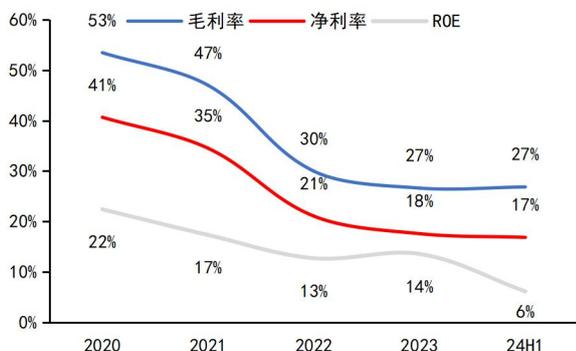
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度归母净利润及增速 (亿元、%)



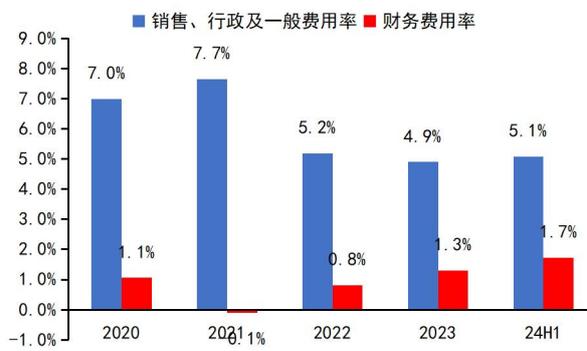
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率、ROE 变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用占比情况变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

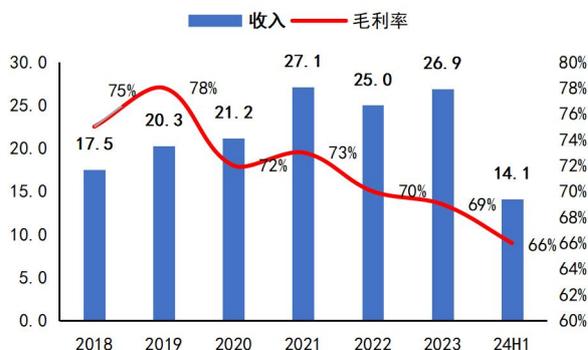
分业务来看，2024H1 光伏玻璃实现营业收入 101.2 亿元，同比增长 4%；毛利率 22%，同比提升 6pcts；光伏电站运营实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 3%；毛利率 66%，同比下滑 5pcts。

图7: 光伏玻璃收入及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 光伏电站运营收入及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

光伏玻璃：2024H1 公司光伏玻璃实现营业收入 101.2 亿元，同比增长 4%；毛利率 22%，同比提升 6pcts。

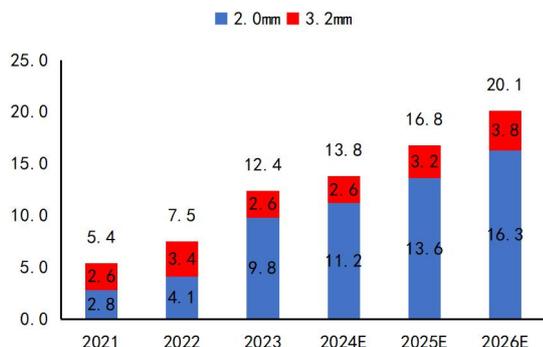
2023 年底公司光伏玻璃日熔量产能 2.58 万吨，2024H1 公司新增 3,200 吨产能，截至 2024H1 末公司光伏玻璃日熔量产能达到 2.9 万吨。按照行业 2.0mm 玻璃出货占比 80%测算，我们估计 2024H1 公司光伏玻璃销售 6.1 亿平，同比增长 11%；综合不含税单平售价为 16.5 元，单平毛利为 3.6 元，同比提升 0.9 元。

由于纯碱、天然气采购价格下跌，盈利同比有所改善，但组件竞争加剧，组件价格持续下滑，光伏玻璃价格下行，利润空间受到挤压。按照行业 2.0mm 玻璃出货占比 80%测算，光伏玻璃单价自年内高点的 17.5 元（4 月）下滑 2 元至 15.5 元（7 月），我们测算头部企业 7 月单平毛利约为 2.9-3.0 元。

当前光伏玻璃环节盈利处于低位，投资进入及退出门槛较高，行业产能监管力度加大，中尾部企业面临亏损，预计未来行业集中度有望提高。2024H2 公司有望新增 3,200 吨日熔量光伏玻璃产线，预计 2024 年底公司光伏玻璃日熔量产能达到 3.22 万吨。

我们预计 2024-2026 年公司光伏玻璃销售 13.8 亿平、16.8 亿平、20.1 亿平，平均不含税售价分别为 15.7 元/平、15.1 元/平、15.1 元/平，毛利率 19%/16%/18%，预计 2024-2026 年光伏玻璃业务实现营业收入 217/253/305 亿元，同比增长 2%/17%/21%。

图9：公司光伏玻璃销售量预测（亿平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

图10：公司光伏玻璃销售单价及毛利率预测（元/平、%）

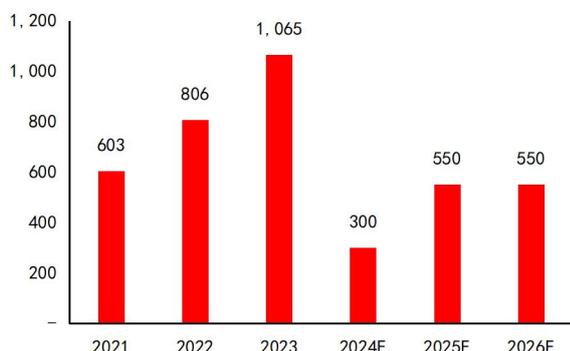


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

光伏电站运营：2024H1 公司光伏电站运营实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 3%；毛利率 66%，同比下滑 5pcts。2024H1 公司加权平均上网电价约为 0.57 元/kWh，同比下滑 0.02 元/kWh，受到限电及市场化交易影响，公司发电业务盈利能力有所下滑。

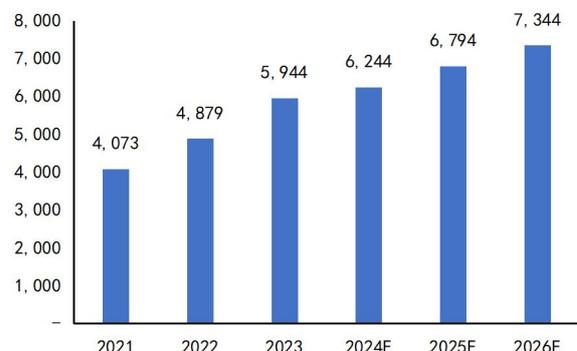
2023 年底公司权益装机容量 4.11GW，控股装机容量 5.94GW；2024H1 公司新增控股装机 0.3GW，2024 年 6 月底投产控股装机容量达到 6.24GW（公司直接持有 2.35GW，并通过信义能源间接持有 3.90GW，其中 5.84GW 为集中式项目），电站建设速度有所放缓。我们预计 2024-2026 年公司分别新增光伏控股装机 0.3GW、0.6GW、0.6GW，2024-2026 年底投产控股装机容量达到 6.2GW、6.8GW、7.3GW。2024-2026 年光伏发电业务实现营业收入 28/29/31 亿元，同比增长 4%/4%/7%。

图11：公司光伏新增装机容量预测（MW）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

图12：公司光伏累计装机容量预测（MW）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：考虑光伏组件环节竞争加剧利润下滑，玻璃企业现金流承压。基于审慎原则，我们下调 2024-2026 年光伏玻璃价格假设，预计 2024-2026 年单平毛利及单平净利较原假设有所下滑。

表1: 公司光伏玻璃业务盈利假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售量 (亿平)	7.5	12.5	13.8	16.7	20.2
单平均价 (元/平, 不含税)	21.4	17.1	15.7	15.1	15.1
单平成本 (元/平)	16.3	13.5	12.7	12.7	12.4
单平毛利 (元/平)	5.1	3.7	3.0	2.4	2.7
单平净利 (元/平)	3.1	2.5	2.0	1.6	1.8

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 公司分部利润情况预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏玻璃	27.2	30.6	28.2	26.8	36.2
销售量 (亿平)	7.5	12.5	13.8	16.7	20.2
单位净利 (元/平)	3.6	2.5	2.0	1.6	1.8
发电业务	6.9	7.4	8.1	8.7	9.7
装机容量 (MW)	4,073	4,879	5,944	6,244	6,794
单位净利 (亿元/GW)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
合计	34.1	37.9	36.3	35.5	45.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测

下调公司盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 36.3/35.5/45.9 亿元 (原预测 43.8/51.2/60.0 亿元), 同比增速 -4%/-2%/+29% (原预测 15%/17%/17%), 摊薄 EPS 为 0.41/0.40/0.52 元, 对应 2024-2026 年动态 PE 为 8/8/6 倍, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4757	2557	3000	3000	3000	营业收入	18351	24132	24483	28197	33566
应收款项	9554	11991	12074	13905	16553	营业成本	12850	17707	18442	22120	26014
存货净额	1813	1901	2746	3319	3931	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	117	1942	735	846	1007	销售费用	82	96	98	113	134
流动资产合计	17069	17963	19055	21570	24991	管理费用	876	1093	1128	1299	1512
固定资产	24180	32804	35868	38739	40390	财务费用	150	317	314	337	339
无形资产及其他	57	85	83	81	80	投资收益	28	25	30	30	30
其他长期资产	3356	3413	3413	3413	3413	资产减值及公允价值变动	(48)	(9)	0	0	0
长期股权投资	515	502	502	502	502	其他收入	43	(77)	52	52	52
资产总计	45177	54766	58920	64305	69375	营业利润	4417	4858	4584	4410	5648
短期借款及交易性金融负债	3893	6237	7086	5613	5593	营业外净收支	211	191	200	200	200
应付款项	2681	4220	5492	8298	9828	利润总额	4628	5049	4784	4610	5848
其他流动负债	2904	5150	4124	4752	5367	所得税费用	746	789	718	691	877
流动负债合计	9478	15607	16702	18663	20788	少数股东损益	470	465	436	370	384
长期借款及应付债券	3282	3281	4016	5226	5402	归属于母公司净利润	3412	3794	3630	3549	4587
其他长期负债	946	1569	1569	1569	1569	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	4228	4850	5586	6795	6971	净利润	3412	3794	3630	3549	4587
负债合计	13706	20458	22288	25459	27760	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	4898	5332	5768	6138	6521	折旧摊销	1331	1735	1738	1930	2101
股东权益	26573	28976	30864	32709	35094	公允价值变动损失	48	9	0	0	0
负债和股东权益总计	45177	54766	58920	64305	69375	财务费用	150	317	314	337	339
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	697	1	526	918	(1276)
每股收益	0.38	0.43	0.41	0.40	0.52	其它	619	782	750	707	723
每股红利	0.18	0.20	0.20	0.19	0.25	经营活动现金流	6108	6322	6644	7104	6135
每股净资产	2.98	3.25	3.47	3.67	3.94	资本开支	0	(10348)	(4800)	(4800)	(3750)
ROIC	10%	11%	9%	8%	10%	其它投资现金流	(818)	1257	(929)	0	0
ROE	13%	13%	12%	11%	13%	投资活动现金流	(757)	(9078)	(5729)	(4800)	(3750)
毛利率	30%	27%	25%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	22%	20%	17%	18%	负债净变化	(275)	(1)	736	1210	176
EBITDA Margin	32%	29%	27%	23%	24%	支付股利、利息	0	0	(1742)	(1703)	(2202)
收入增长	40%	31%	1%	15%	19%	其它融资现金流	(5992)	876	849	(1473)	(20)
净利润增长率	-15%	11%	-4%	-2%	29%	融资活动现金流	(6691)	556	(472)	(2304)	(2385)
资产负债率	41%	47%	48%	49%	49%	现金净变动	(1341)	(2200)	443	0	0
息率	0.0%	0.0%	5.6%	5.5%	7.1%	货币资金的期初余额	6098	4757	2557	3000	3000
P/E	8.4	7.5	7.8	8.0	6.2	货币资金的期末余额	4757	2557	3000	3000	3000
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(4194)	1559	2015	2096
EV/EBITDA	7.6	7.4	8.1	8.6	7.3	权益自由现金流	0	(3587)	2876	1465	1964

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032