

新能源	收盘价 港元 3.95	目标价 港元 3.36↓	潜在涨幅 -14.9%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年9月2日

凯盛新能 (1108 HK)

2 季度亏损加大，维持中性

我们下调了凯盛新能的盈利预测及估值。我们认为光伏玻璃价格将在较长时间内维持低位，因此维持公司中性评级，考虑到玻璃价格跌幅超预期，基于0.43倍2024年市净率（相比龙头福莱特（6865 HK）目前的0.97倍折让约55%，这一幅度为今年以来平均水平），下调目标价至3.36港元。

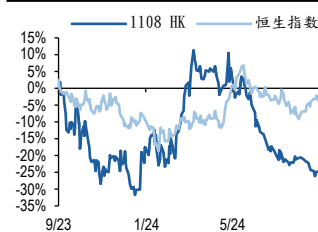
① 2 季度亏损加大，和龙头毛利率差距扩大：公司2季度归母净亏损4843万元，相比1季度的635万元亏损加大，符合业绩预告，低于我们预期，收入环比增长7.2%，毛利率5.9%，环比下降2.3个百分点，创出新低，并计提2606万元存货减值。公司上半年光伏玻璃产/销量1.96/1.94亿平米，同比增长27%/31%，毛利率6.9%，相比龙头21%以上的毛利率，差距扩大。公司4月点火洛阳1200吨产线，7月冷修合肥650吨产线，目前在产产能5000吨。

② 光伏玻璃价格持续创出新低，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毫米玻璃价格7/8月下跌10%/7%，在当前价格下，我们测算除2家龙头企业外，其他企业均已亏损。在亏损和库存压力下，行业出现冷修潮，7/8月冷修产能达6250/3000吨，而新点火产能仅有1200/1200吨，当前行业名义日熔量已相比6月底减少约6%，同时部分在产窑炉也在减产，而组件8月则有所增产，推动供需差大幅收窄。随着旺季到来，我们预计9月组件将继续增产并推动玻璃去库，价格10-11月将小幅反弹，但龙头企业今年尚未完成的投产计划仍较多，我们预计年末将出现投产潮，随着淡季到来，明年1季度价格或将再度下跌。我们认为行业已进入出清阶段，玻璃价格将在较长时间内维持低位，公司业绩将继续承压，维持中性评级。

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)	5.84
52周低位 (港元)	3.59
市值 (百万港元)	987.50
日均成交量 (百万)	0.09
年初至今变化 (%)	(7.06)
200天平均价 (港元)	4.80

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

盈利预测变动

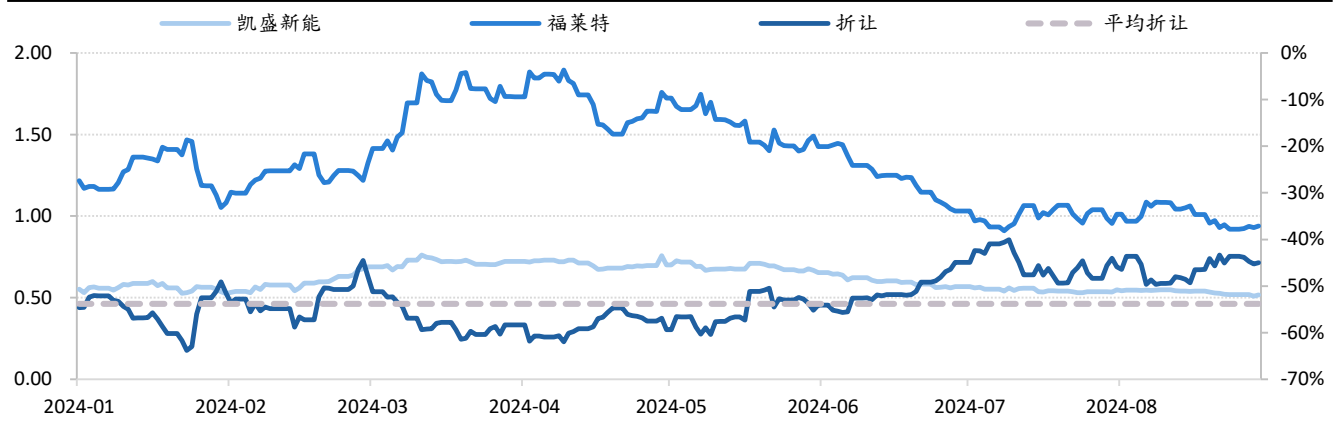
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,151	6,762	-23.8%	5,983	9,180	-34.8%	7,184	11,689	-38.5%
毛利润	207	832	-75.1%	240	1,125	-78.7%	534	1,546	-65.4%
毛利率	4.0%	12.3%	-8.3ppts	4.0%	12.3%	-8.2ppts	7.4%	13.2%	-5.8ppts
归母净利润	-41	385	-110.7%	-64	455	-114.0%	72	616	-88.4%
归母净利率	-0.8%	5.7%	-6.5ppts	-1.1%	5.0%	-6ppts	1.0%	5.3%	-4.3ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

2024年9月2日

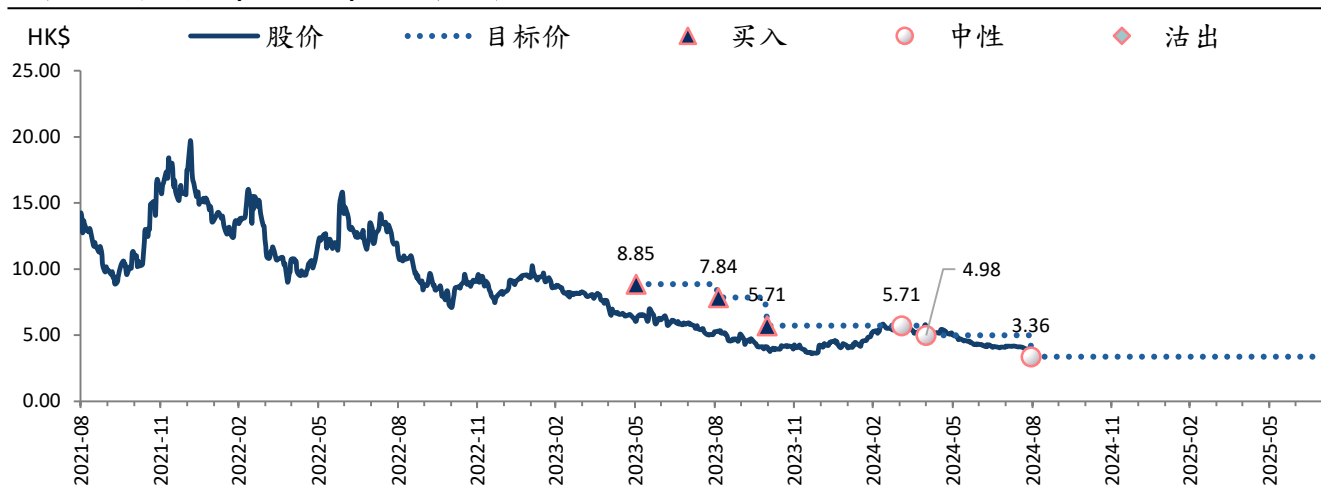
凯盛新能 (1108 HK)

图表1: 公司和福莱特今年以来远期市净率(倍)比较



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 凯盛新能 (1108 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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
579 HK	京能清洁能源	买入	1.89	2.38	25.9%	2024年08月30日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.03	7.23	19.9%	2024年08月29日	运营商
836 HK	华润电力	买入	21.45	26.83	25.1%	2024年08月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.55	4.56	28.5%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	1.96	1.92	-2.0%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	75.98	86.60	14.0%	2024年08月26日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	买入	43.50	81.07	86.4%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.72	9.93	47.8%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.14	1.31	14.9%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.98	11.09	1.0%	2024年08月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.14	4.09	30.3%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.95	3.36	-14.9%	2024年09月02日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	0.74	1.00	35.1%	2024年08月01日	新能源发电运营商

资料来源: 交银国际预测, 收盘价截至2024年9月2日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,030	6,595	5,151	5,983	7,184
主营业务成本	(4,434)	(5,831)	(4,944)	(5,743)	(6,650)
毛利	596	764	207	240	534
销售及管理费用	(144)	(167)	(130)	(151)	(182)
研发费用	(174)	(252)	(196)	(228)	(274)
其他经营净收入/费用	119	191	201	207	211
经营利润	398	536	81	67	289
财务成本净额	(74)	(74)	(105)	(146)	(194)
应占联营公司利润及亏损	161	(13)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(15)	52	(27)	(2)	(2)
税前利润	470	501	(52)	(81)	93
税费	(11)	(37)	4	7	(9)
非控股权益	(50)	(70)	7	10	(12)
净利润	409	395	(41)	(64)	72
作每股收益计算的净利润	409	395	(41)	(64)	72

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	486	229	206	239	287
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,343	2,891	2,258	2,623	3,149
存货	696	687	643	747	864
其他流动资产	546	507	501	501	501
总流动资产	4,070	4,314	3,608	4,110	4,802
物业、厂房及设备	4,022	4,947	6,268	7,494	8,627
无形资产	726	778	815	854	895
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,748	2,388	2,388	2,388	2,388
总长期资产	6,496	8,113	9,471	10,737	11,911
总资产	10,566	12,428	13,079	14,847	16,713
短期贷款	1,098	761	197	815	1,150
应付账款	2,157	2,022	1,714	1,991	2,306
其他短期负债	892	1,372	1,381	1,390	1,399
总流动负债	4,147	4,155	3,292	4,196	4,855
长期贷款	1,704	3,124	4,686	5,623	6,748
其他长期负债	101	96	96	96	96
总长期负债	1,805	3,220	4,782	5,719	6,844
总负债	5,952	7,374	8,073	9,915	11,698
股本	646	646	646	646	646
储备及其他资本项目	3,587	3,981	3,940	3,877	3,948
股东权益	4,232	4,627	4,586	4,522	4,594
非控股权益	381	426	419	409	421
总权益	4,614	5,053	5,006	4,931	5,015

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	459	465	(48)	(74)	83
折旧及摊销	269	346	380	473	567
营运资本变动	(1,235)	(702)	378	(182)	(320)
其他经营活动现金流	109	35	104	146	194
经营活动现金流	(398)	144	815	363	524
资本开支	(926)	(1,865)	(1,737)	(1,739)	(1,741)
其他投资活动现金流	264	106	7	0	1
投资活动现金流	(662)	(1,758)	(1,730)	(1,739)	(1,740)
负债净变动	795	1,435	998	1,556	1,458
其他融资活动现金流	(212)	(79)	(105)	(146)	(194)
融资活动现金流	583	1,356	893	1,409	1,264
汇率收益/损失	1	2	0	0	0
年初现金	961	486	229	206	239
年末现金	486	229	206	239	287

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.634	0.611	(0.064)	(0.099)	0.111
全面摊薄每股收益	0.634	0.611	(0.064)	(0.099)	0.111
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	6.555	7.166	7.103	7.004	7.115
利润率分析(%)					
毛利率	11.9	11.6	4.0	4.0	7.4
EBITDA利润率	16.2	14.0	6.4	6.5	9.2
EBIT利润率	10.9	8.8	(1.0)	(1.4)	1.3
净利率	8.1	6.0	(0.8)	(1.1)	1.0
盈利能力(%)					
ROA	4.1	3.4	(0.3)	(0.5)	0.5
ROE	9.1	8.2	(0.8)	(1.3)	1.4
其他					
净负债权益比(%)	50.2	72.3	93.4	125.7	151.7
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
存货周转天数	56.9	43.3	49.1	44.1	44.2
应收账款周转天数	121.8	144.8	182.4	148.9	146.6
应付账款周转天数	142.2	130.8	137.9	117.8	117.9

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9月2日

凯盛新能 (1108 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。