

新能源	收盘价 港元 4.40	目标价 港元 3.80个	潜在涨幅 -13.6%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年10月31日

凯盛新能 (1108 HK)

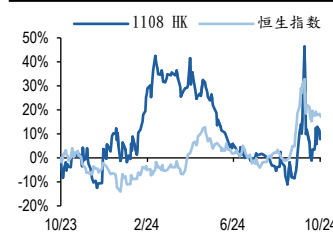
光伏玻璃价格大跌导致亏损扩大，维持中性

- ⊕ **光伏玻璃价格大跌导致亏损扩大：**公司3季度收入7.16亿元人民币（下同），同/环比下降63%/54%，归母/扣非净亏损1.93/2.06亿元，环比扩大298%/265%。根据卓创资讯，3季度2.0毫米光伏玻璃均价环比下跌22%，导致毛利率创出-18.8%的新低，同/环比下降31.5/24.7个百分点，销售/管理/研发/财务费用率0.6%/4.6%/6.3%/2.4%，同比提高0.2/2.7/2.8/1.2个百分点。扣非归母净利率-28.7%，同/环比下降31.9/25.1个百分点。存货环比增长35%，仍持续累库。公司10月冷修合肥新能源650吨产线，今年已冷修2150吨，在产产能降至4350吨，其中低成本的1200吨窑炉占比升至55%，有望推动成本下降。
- ⊕ **行业持续减产但需求不及预期，导致玻璃价格不断创新低：**在亏损和库存压力下，9月以来行业继续减产，9/10月冷修产能达1830/2450吨，无点火产能，目前行业在产产能相比高峰6月底时已下降9%，在产产能也通过堵窑口减产，实际减产幅度更大。但由于需求不及预期，组件月产量自6月减产以来至今未有明显回升，导致玻璃仍持续累库，2.0/3.2毫米玻璃价格9月以来继续下跌8%/10%。但随着不断减产，目前玻璃已供需平衡，我们预计即将开始缓慢去库，但随着明年1季度淡季到来以及龙头企业今年的扩产计划仍有大量未完成，去库力度和持续时间不确定性仍较大，价格明显回升仍需进一步减产。
- ⊕ **供给侧改革或将出台，有望加速行业出清：**在亏损压力下行业近期对供给侧改革的呼声渐高，我们预计政府或将出台提高能耗标准等政策，加快光伏玻璃供给出清和售价回升，但实际效果仍取决于政策力度。
- ⊕ **维持中性：**我们将2024/25年亏损预测由原0.41/0.64亿元扩大至3.19亿/0.98亿元，但由于供给侧改革预期和市场整体估值明显提升，将估值基准由0.43倍市账率提高至0.53倍（比近5年平均值低一个标准差），并切换至2025年，上调目标价至3.80港元（原3.36港元），维持**中性**。

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)	6.00
52周低位(港元)	3.59
市值(百万港元)	1,100.00
日均成交量(百万)	1.54
年初至今变化(%)	3.53
200天平均价(港元)	4.49

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(百万人民币)	5,030	6,595	4,590	4,703	5,052
同比增长(%)	38.7	31.1	-30.4	2.5	7.4
净利润(百万人民币)	409	395	(319)	(98)	38
每股盈利(人民币)	0.63	0.61	(0.49)	(0.15)	0.06
同比增长(%)	59.9	-3.5	-180.9	-69.3	-139.2
前EPS预测值(人民币)			(0.06)	(0.10)	0.11
调整幅度(%)			678.7	53.7	-46.4
市盈率(倍)	6.4	6.6	NA	NA	67.7
每股账面净值(人民币)	6.56	7.17	6.67	6.52	6.58
市账率(倍)	0.62	0.56	0.60	0.62	0.61
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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 (人民币百万元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	1,952.4	1,864.0	1,437.8	1,541.0	715.9	-63.3	-53.5
营业成本	-1,704.2	-1,644.3	-1,320.5	-1,450.6	-850.5	-50.1	-41.4
毛利	248.3	219.7	117.3	90.5	-134.6	-154.2	-248.8
税金及附加	-9.1	-15.1	-7.6	-13.2	-9.1	-0.6	-31.2
销售费用	-7.6	0.0	-5.5	-6.1	-4.2	-45.7	-31.8
管理费用	-37.5	-38.2	-37.7	-34.7	-33.2	-11.5	-4.3
研发费用	-67.9	-76.4	-54.5	-61.0	-44.8	-34.1	-26.6
财务费用	-24.3	-13.2	-20.7	-28.7	-17.5	-27.7	-39.0
其他收益	11.0	114.7	15.6	9.8	22.9	108.8	133.4
投资收益	-16.1	-3.2	-3.7	-2.7	-1.6	-90.3	-42.2
资产减值损失	-3.0	-0.6	-	-26.1	0.5	-117.2	-102.0
信用减值损失	1.9	6.0	1.7	-5.6	3.0	58.4	-153.3
资产处置收益	11.3	33.8	0.0	3.6	0.0	-99.8	-99.4
营业外收支	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.0	-498.9	-88.0
税前利润	106.9	227.5	4.9	-74.6	-218.6	-304.5	193.0
所得税	-15.9	-8.1	-3.7	25.4	12.5	-178.7	-50.9
净利润	91.0	219.4	1.2	-49.2	-206.1	-326.4	318.9
少数股东损益	-21.9	-22.6	-7.6	0.8	13.6	-162.0	1667.2
归母净利润	69.1	196.9	-6.4	-48.4	-192.5	-378.5	297.5
扣非归母净利润	62.5	102.1	-9.3	-56.3	-205.7	-429.4	265.5

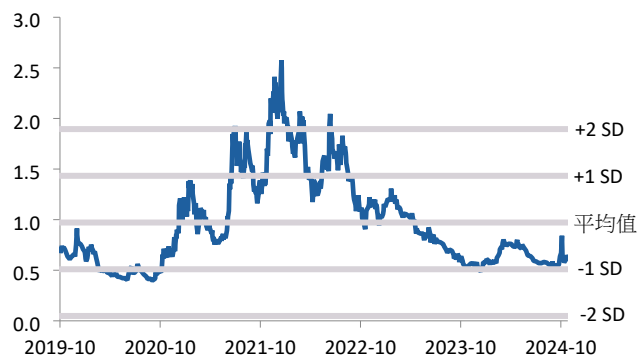
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司光伏玻璃业务数据预测

年结 12 月 31 日	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量 (亿平米)	1.26	2.29	3.64	3.28	3.65	3.86
单位售价 (人民币元/平米)	21.9	20.4	17.5	13.8	12.7	12.8
单位成本 (人民币元/平米)	17.6	18.0	15.5	14.2	12.3	12.1
毛利率 (%)	19.6	11.5	11.7	-3.0	3.0	6.0

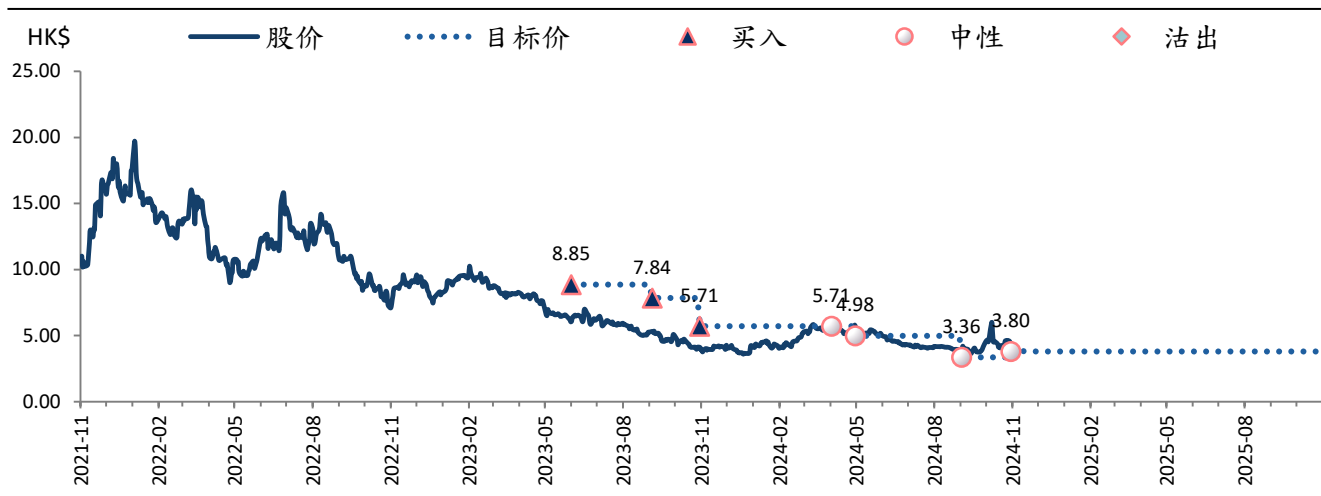
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表3: 公司远期市账率 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 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 5: 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	18.54	25.02	35.0%	2024年10月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.90	2.37	24.7%	2024年10月21日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.72	8.35	24.3%	2024年10月17日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.32	4.56	37.3%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.23	1.92	-13.9%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	91.31	86.60	-5.2%	2024年08月26日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	52.86	57.10	8.0%	2024年10月30日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.66	9.93	-6.8%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.66	1.77	6.6%	2024年10月28日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	15.50	13.15	-15.2%	2024年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.40	3.80	-13.6%	2024年10月31日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.85	4.09	6.2%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.87	1.02	17.2%	2024年09月20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10月30日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,030	6,595	4,590	4,703	5,052
主营业务成本	(4,434)	(5,831)	(4,696)	(4,531)	(4,717)
毛利	596	764	(106)	172	335
销售及管理费用	(144)	(167)	(151)	(136)	(126)
研发费用	(174)	(252)	(197)	(188)	(192)
其他经营净收入/费用	119	191	169	168	166
经营利润	398	536	(286)	16	183
财务成本净额	(74)	(74)	(96)	(141)	(133)
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	(22)	0	0
税前利润	470	501	(404)	(125)	50
税费	(11)	(37)	32	11	(5)
非控股权益	(50)	(70)	52	16	(6)
净利润	409	395	(319)	(98)	38
作每股收益计算的净利润	409	395	(319)	(98)	38

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	486	229	184	188	202
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,343	2,891	1,836	1,881	2,021
存货	696	687	611	589	613
其他流动资产	546	507	501	501	501
总流动资产	4,070	4,314	3,131	3,160	3,337
物业、厂房及设备	4,022	4,947	6,268	5,841	5,414
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	9,083	8,698
总资产	10,566	12,428	12,602	12,243	12,035
短期贷款	1,098	761	1,691	1,494	1,168
应付账款	2,157	2,022	1,628	1,571	1,636
其他短期负债	892	1,372	1,381	1,390	1,399
总流动负债	4,147	4,155	4,700	4,455	4,203
长期贷款	1,704	3,124	3,124	3,124	3,124
其他长期负债	101	96	96	96	96
总长期负债	1,805	3,220	3,220	3,220	3,220
总负债	5,952	7,374	7,920	7,675	7,423
股本	646	646	646	646	646
储备及其他资本项目	3,587	3,981	3,662	3,564	3,603
股东权益	4,232	4,627	4,308	4,210	4,248
非控股权益	381	426	374	358	364
总权益	4,614	5,053	4,682	4,568	4,613

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	(371)	(114)	45
折旧及摊销	269	346	380	427	427
营运资本变动	(1,235)	(702)	747	(72)	(90)
其他经营活动现金流	109	35	92	141	133
经营活动现金流	(398)	144	847	382	515
资本开支	(926)	(1,865)	(1,737)	(39)	(41)
其他投资活动现金流	264	106	10	0	1
投资活动现金流	(662)	(1,758)	(1,727)	(39)	(40)
负债净变动	795	1,435	931	(197)	(327)
其他融资活动现金流	(212)	(79)	(96)	(141)	(133)
融资活动现金流	583	1,356	835	(338)	(461)
汇率收益/损失	1	2	0	0	0
年初现金	961	486	229	184	188
年末现金	486	229	184	188	202

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	(0.495)	(0.152)	0.060
全面摊薄每股收益	0.634	0.611	(0.495)	(0.152)	0.060
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	6.555	7.166	6.672	6.520	6.579
利润率分析(%)					
毛利率	11.9	11.6	(2.3)	3.7	6.6
EBITDA利润率	16.2	14.0	(0.5)	6.4	9.4
EBIT利润率	10.9	8.8	(8.8)	(2.7)	1.0
净利率	8.1	6.0	(7.0)	(2.1)	0.8
盈利能力(%)					
ROA	4.1	3.4	(2.6)	(0.8)	0.3
ROE	9.1	8.2	(6.6)	(2.1)	0.8
其他					
净负债权益比(%)	50.2	72.3	98.9	97.0	88.7
流动比率	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
存货周转天数	56.9	43.3	50.4	48.3	46.5
应收账款周转天数	121.8	144.8	188.0	144.2	141.0
应付账款周转天数	142.2	130.8	141.9	128.9	124.1

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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。