

新能源	收盘价 港元 3.29	目标价 港元 4.04↓	潜在涨幅 +22.8%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年11月21日

信义光能 (968 HK)

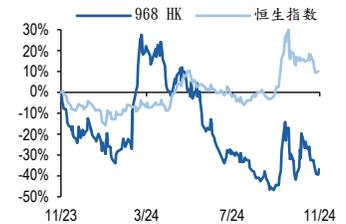
供给侧改革有望加速行业出清，相比同业估值优势明显，上调至买入

- ⊕ **光伏玻璃价格持续下跌，但行业大幅减产后有望进入去库周期：**由于组件减产和玻璃供给增加，光伏玻璃价格5月起持续下跌，2.0/3.2毫米玻璃价格跌幅高达35%/24%，目前所有企业的光伏玻璃业务均已陷入净利亏损，二三线企业毛利为负。由于严重亏损，7月起行业开始大规模冷修，9月起不再有新产能点火，内地名义日熔量由6月最高的11.5万吨持续降至目前的9.8万吨，降幅达14%。另外，据卓创资讯，部分企业也通过堵窑口降低在产产能的产量，所以实际减产幅度更大，目前光伏玻璃已实现供需平衡，我们预计后续随着继续减产和组件增产，玻璃有望进入去库周期，价格反弹可期。
- ⊕ **扩产和冷修同时进行以降低成本：**公司在8月如期点火马来1200吨产能，同时冷修老旧产能以降低成本，包括9月天津500吨和10月马来900吨。因单位成本会相应提高，所以公司并没有通过堵窑口减产。因此，公司目前在产产能由年初的25,800吨降至25,200吨。
- ⊕ **供给侧改革有望出台，加速行业出清并利好龙头：**在亏损压力下行业近期对供给侧改革的呼声渐高，我们预计政府有望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，并利好公司等能耗更低的龙头企业。公司已建成产能中能耗较高的900吨以下窑炉仅占7%，低于另一龙头福莱特的10%和行业平均的20%以上，可能被淘汰的产能占比低。
- ⊕ **相比同业估值优势明显，上调至买入：**由于光伏玻璃价格跌幅超预期和公司产量低于预期，我们下调2024-26年盈利25%/35%/29%。相比9月17日的最低收盘价，公司股价涨幅仅18%，远低于福莱特（6865 HK）的47%。公司2025年市盈率/市账率仅10.8/0.84倍，远低于福莱特的24.5/1.18倍。公司光伏发电业务盈利较稳定，并可持续提供现金流，负债率也明显低于光伏玻璃同业，因此在同业均陷入亏损而无力扩产时，公司仍可整体盈利并逆势扩产，在竞争中处于有利地位。由于目前公司盈利趋势不确定，我们转至以市账率估值，基于1.03倍2025年市账率（相比我们给予福莱特的1.20倍折让14%，为今年以来平均折让水平），将目标价下调至4.04港元（原4.09港元），上调至**买入**。

个股评级

买入↑

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	6.68
52周低位 (港元)	2.79
市值 (百万港元)	29,868.10
日均成交量 (百万)	83.50
年初至今变化 (%)	(27.85)
200天平均价 (港元)	3.87

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	23,254	24,926	28,965
同比增长 (%)	27.9	29.6	-12.7	7.2	16.2
净利润 (百万港元)	3,820	4,187	2,732	2,715	3,988
每股盈利 (港元)	0.43	0.47	0.31	0.30	0.45
同比增长 (%)	-22.5	9.5	-34.7	-0.6	46.9
前EPS预测值 (港元)			0.41	0.47	0.63
调整幅度 (%)			-24.8	-34.9	-28.5
市盈率 (倍)	7.7	7.0	10.7	10.8	7.3
每股账面净值 (港元)	3.34	3.59	3.75	3.91	4.14
市账率 (倍)	0.98	0.92	0.88	0.84	0.79
股息率 (%)	6.1	6.8	4.5	4.4	6.5

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。

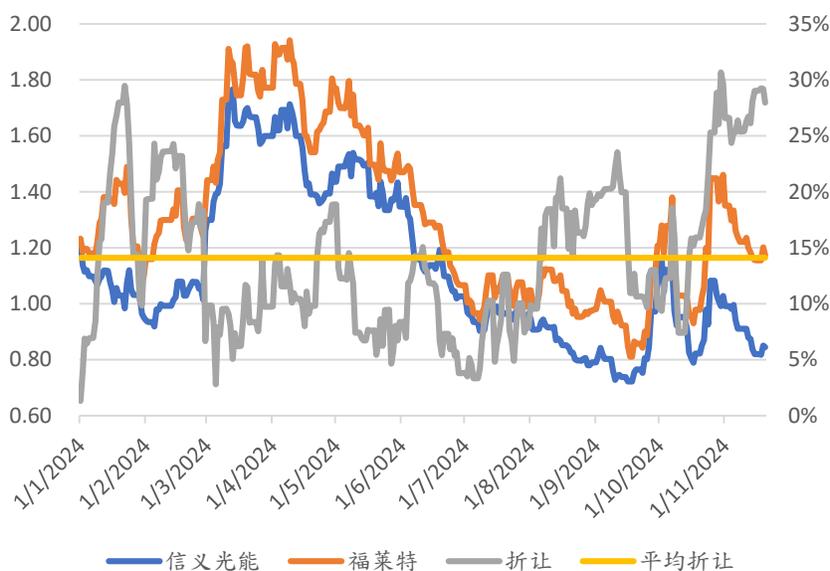
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 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)	304	439	655	686	795
单吨售价 (人民币元)	3,556	3,452	3,252	2,680	2,500
营业收入 (百万港元)	13,019	17,655	23,533	19,993	21,592
毛利率 (%)	37.2	23.8	21.4	15.0	14.0
光伏发电					
新增装机量 (兆瓦)	768	945	300	300	300
累计装机量 (兆瓦)	4,574	5,519	5,819	6,119	6,419
营业收入 (百万港元)	2,744	2,970	3,136	3,209	3,280
毛利率 (%)	70.4	68.5	64.5	64.0	63.5

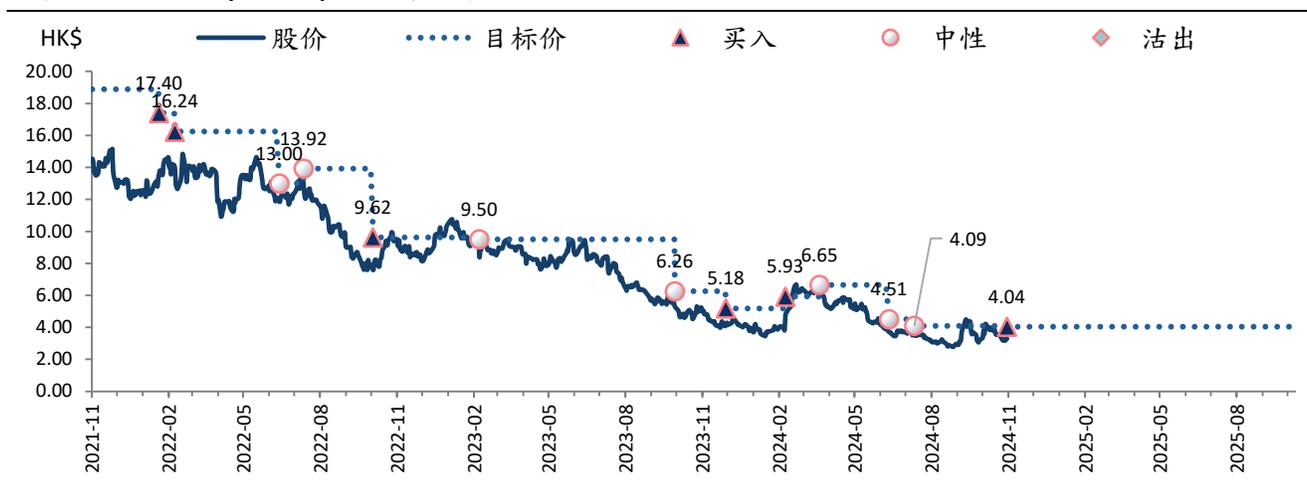
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 公司和福莱特今年以来远期市账率 (倍) 比较



资料来源: FactSet, 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
916 HK	龙源电力	买入	6.79	8.60	26.7%	2024年10月31日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.26	25.02	37.0%	2024年10月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.81	2.37	30.9%	2024年10月21日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.09	4.56	47.6%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.01	1.92	-4.5%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	83.14	104.80	26.1%	2024年11月01日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	51.31	57.10	11.3%	2024年10月30日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.47	9.93	17.2%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.44	1.77	22.9%	2024年10月28日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.29	4.04	22.8%	2024年11月20日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.16	3.80	-8.7%	2024年10月31日	光伏制造 (光伏玻璃)

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 20 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	23,254	24,926	28,965
主营业务成本	(14,386)	(19,539)	(18,213)	(19,829)	(22,133)
毛利	6,159	7,090	5,042	5,097	6,831
销售及管理费用	(1,070)	(1,310)	(1,286)	(1,354)	(1,547)
其他经营净收入/费用	240	370	407	448	493
经营利润	5,328	6,150	4,163	4,190	5,777
财务成本净额	(168)	(349)	(512)	(461)	(373)
应占联营公司利润及亏损	31	28	28	28	(34)
其他非经营净收入/费用	(10)	(257)	(10)	(10)	(10)
税前利润	5,181	5,571	3,670	3,748	5,359
税费	(835)	(871)	(550)	(562)	(804)
非控股权益	(526)	(513)	(387)	(470)	(567)
净利润	3,820	4,187	2,732	2,715	3,988
作每股收益计算的净利润	3,820	4,187	2,732	2,715	3,988

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	2,558	2,742	3,186
应收账款及票据	9,567	11,439	12,000	12,890	14,174
存货	2,029	2,098	2,124	2,321	2,604
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	20,142	21,430	23,468
物业、厂房及设备	27,438	36,560	39,736	42,644	45,284
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	399	364
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	43,777	46,674	49,241
总资产	50,575	60,433	63,919	68,104	72,708
短期贷款	4,408	6,968	5,464	5,526	7,215
应付账款	5,531	8,391	8,811	9,251	9,714
其他短期负债	671	1,863	1,790	1,793	1,853
总流动负债	10,610	17,223	16,064	16,570	18,782
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	24,447	26,985	29,231
股本	890	890	890	890	890
储备及其他资本项目	28,859	31,084	32,505	33,917	35,991
股东权益	29,748	31,975	33,395	34,807	36,881
非控股权益	5,483	5,884	6,077	6,312	6,596
总权益	35,231	37,858	39,473	41,120	43,477

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	3,670	3,748	5,359
合资企业/联营公司收入调整	(31)	(28)	(28)	(28)	34
折旧及摊销	1,554	1,825	2,114	2,382	2,651
营运资本变动	(49)	(598)	(314)	(730)	(1,135)
利息调整	168	349	512	461	373
税费	(742)	(929)	(550)	(562)	(804)
其他经营活动现金流	(188)	(401)	(613)	(562)	(477)
经营活动现金流	5,892	5,790	4,789	4,708	6,002
资本开支	(6,646)	(9,877)	(5,152)	(5,152)	(5,152)
其他投资活动现金流	192	(524)	108	104	103
投资活动现金流	(6,454)	(10,401)	(5,044)	(5,048)	(5,049)
负债净变动	6	2,477	1,495	2,062	1,690
权益净变动	19	27	0	0	0
股息	(1,779)	(1,558)	(1,505)	(1,539)	(2,198)
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	(9)	524	(508)
汇率收益/损失	(495)	(86)	0	0	0
年初现金	7,458	5,326	2,822	2,558	2,742
年末现金	5,326	2,822	2,558	2,742	3,186

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	0.307	0.305	0.448
全面摊薄每股收益	0.429	0.470	0.307	0.305	0.448
每股股息	0.200	0.225	0.147	0.146	0.215
每股账面值	3.344	3.591	3.751	3.910	4.142
利润率分析(%)					
毛利率	30.0	26.6	21.7	20.4	23.6
EBITDA利润率	33.6	29.1	27.1	26.4	28.9
EBIT利润率	26.0	22.2	18.0	16.9	19.8
净利率	18.6	15.7	11.8	10.9	13.8
盈利能力(%)					
ROA	10.8	10.7	6.8	6.4	8.2
ROE	12.7	13.6	8.4	8.0	11.1
ROIC	11.8	11.7	7.4	6.9	8.8
其他					
净负债权益比(%)	10.2	23.0	26.5	30.0	31.2
利息覆盖率	29.1	16.2	10.7	12.3	18.7
流动比率	1.8	1.2	1.3	1.3	1.2
存货周转天数	51.7	38.5	42.3	40.9	40.6
应收账款周转天数	169.1	144.0	183.9	182.2	170.5

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有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。