

香港股市 | 新能源 | 光伏

更新报告

信义光能（968 HK）

产能短暂下降，玻璃价格偏弱

预计 FY24 有效年熔化量同比下跌 3.1%

截至 11 月底，今年公司累计冷修九条光伏玻璃生产线，日产能合共为 7,000 吨（上半年 2,000 吨，下半年 5,000 吨）。当中上半年冷修的两条 1,000 吨生产线已完成工程，但仍未重新点火投产，其余冷修工程仍在进行。新增产能方面，今年公司已完成六条光伏玻璃生产线建设，其中(一)马来西亚两条 1,200 吨已经先后于 6 月及 8 月点火投产；(二)安徽芜湖两条 1,000 吨也早已于 3 月点火投产；(三)余下芜湖两条 1,000 吨没按原先计划投产。公司计划将今年冷修的其中四条 1,000 吨及一条 900 吨生产线，以及新增建成的芜湖生产线，根据市场及公司自身情况，未来适时点火投产。

我们预计 FY24 底日产能为 23,200 吨，较 FY23 底的 25,800 吨下跌 10.1%（注：FY23 没有冷修）。由于今年冷修工程大部份在下半年，因此我们预计 FY24 有效年熔化量同比仅下跌 3.1% 至 760 万吨。考虑到部份生产线将会投产，我们预期 FY25-26 有效年熔化量分别同比反弹 15.5% 及 3.0% 至 878 万吨及 904 万吨。

光伏玻璃价格偏弱

下半年光伏玻璃价格跌势持续。截至 12 月 11 日，光伏玻璃（3.2mm 镀膜）市场均价为 19.25 元人民币/平米，分别较年初及 9 月底的 26.5 元及 21.25 元下跌 27.4% 及 9.4%。虽然如此，近期原材料纯碱及燃料天然气价格下滑，有助减低玻璃降价对公司利润的影响。

下调盈利预测

综合上述，我们分别下调 FY24-26 股东净利润预测 16.9%、24.4%、28.2% 至 29.8 亿、32.4 亿、35.8 亿港元。FY24 利润同比下跌 28.9%，但 FY25-26 分别同比反弹 8.9% 及 10.5%。

维持“中性”评级

公司调整生产线投产无疑影响短期收入，但可缓解市场供应过多问题，助力行业中期恢复。我们将 FY25 目标市盈率由 8.0 倍上调至 9.0 倍以反映近日宏观风险渐稳定。我们相应将目标价由 3.85 港元降低至 3.22 港元，对应 0.5% 下行空间。维持“中性”评级。

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 12 月 11 日）

年结:12 月 31 日	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	20,544	26,629	24,771	27,534	30,583
增长率 (%)	27.9	29.6	(7.0)	11.2	11.1
股东净利润	3,820	4,187	2,977	3,243	3,584
增长率 (%)	(22.4)	9.6	(28.9)	8.9	10.5
每股盈利（港币）	0.43	0.47	0.33	0.36	0.39
市盈率（倍）	7.5	6.9	9.8	9.0	8.2
每股股息（港币）	0.20	0.23	0.15	0.16	0.18
股息率 (%)	6.2	7.0	4.7	5.1	5.6
每股净资产（港币）	3.34	3.59	3.83	4.19	4.62
市净率（倍）	0.97	0.90	0.84	0.77	0.70

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

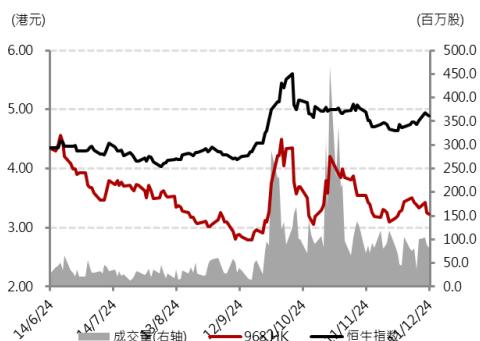
评级：中性

目标价：3.22 港元

股票资料（更新至 2024 年 12 月 11 日）

现价	3.23 港元
总市值	29,323.38 百万港元
流通股比例	46.67%
已发行总股本	9,078.45 百万
52 周价格区间	2.73-6.82 港元
3 个月日均成交额	410.95 百万港元
主要股东	李贤义及关连人士（占 26.50%） 信义玻璃 (868 HK)（占 23.68%）
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

20241028 - 信义光能（968 HK）更新报告：政策支持仍待证实

20240801 - 信义光能（968 HK）更新报告：中期业绩符合预示，但下半年充满挑战

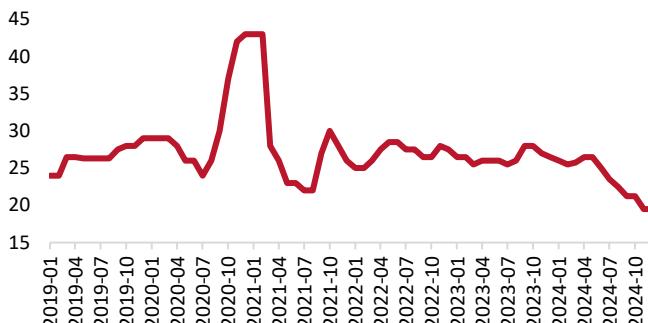
分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价
价格 (人民币/平米)



图表 2：纯碱市场现货价
价格 (人民币/吨)



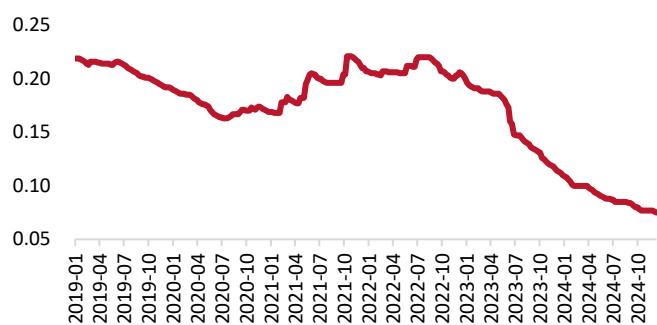
注：截至 2024 年 12 月 11 日

来源：PVInfoLink、Wind、中泰国际研究部

图表 3：光伏级多晶硅市场现货均价
价格 (美元/千克)



图表 4：晶硅光伏组件市场现货均价
价格 (美元/瓦)



注：截至 2024 年 12 月 11 日

来源：Wind、中泰国际研究部

注：截至 2024 年 12 月 11 日

来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测			新预测			变动 (新/旧) (%)		
	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	28,864	34,871	39,747	24,771	27,534	30,583	(14.2)	(21.0)	(23.1)
毛利	6,450	7,841	9,086	5,383	6,041	6,722	(16.5)	(23.0)	(26.0)
经营利润	5,238	6,377	7,456	4,343	4,884	5,468	(17.1)	(23.4)	(26.7)
税前利润	4,781	5,725	6,669	3,886	4,233	4,679	(18.7)	(26.0)	(29.8)
税后利润	4,021	4,814	5,607	3,269	3,561	3,936	(18.7)	(26.0)	(29.8)
股东净利润	3,582	4,288	4,994	2,977	3,243	3,584	(16.9)	(24.4)	(28.2)
息税折旧摊销前利润	7,707	9,324	10,838	6,812	7,833	8,848	(11.6)	(16.0)	(18.4)
息税前利润	5,280	6,428	7,519	4,385	4,936	5,529	(16.9)	(23.2)	(26.5)
每股盈利(港币)	0.40	0.48	0.56	0.33	0.36	0.39	(17.6)	(25.8)	(29.6)
每股股息(港币)	0.19	0.22	0.26	0.15	0.16	0.18	(17.8)	(25.8)	(29.5)
利润率 (%)							变动 (新/旧) (百分点)		
毛利率	22.3	22.5	22.9	21.7	21.9	22.0	(0.6)	(0.5)	(0.9)
经营利润率	18.1	18.3	18.8	17.5	17.7	17.9	(0.6)	(0.5)	(0.9)
股东净利润率	12.4	12.3	12.6	12.0	11.8	11.7	(0.4)	(0.5)	(0.8)

来源：中泰国际研究部预测

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	24,771	27,534	30,583	经营活动现金流	5,892	5,790	5,554	5,459	6,871
销售成本	(14,386)	(19,539)	(19,388)	(21,493)	(23,860)	净利润	3,820	4,187	2,977	3,243	3,584
毛利	6,159	7,090	5,383	6,041	6,722	折旧与摊销	1,554	1,825	2,427	2,896	3,319
其他收入及收益	230	113	149	138	153	营运资本变动	(49)	(598)	448	59	23
销售、分销及行政成本	(1,070)	(1,310)	(1,189)	(1,294)	(1,407)	其它	567	376	(299)	(739)	(55)
经营利润	5,318	5,893	4,343	4,884	5,468	投资活动现金流	(6,454)	(10,400)	(7,408)	(6,667)	(7,334)
财务收入	31	34	13	21	28	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	4,399	3,014	1,259
税前利润	5,181	5,571	3,886	4,233	4,679	股本变动	19	27	524	0	0
所得税	(835)	(871)	(617)	(672)	(743)	净债务变动	6	2,477	5,117	3,270	2,162
税后利润	4,346	4,701	3,269	3,561	3,936	已派股息	(1,779)	(1,558)	(2,243)	(1,053)	(1,552)
少数股东权益	(526)	(513)	(292)	(318)	(351)	其它	679	1,246	1,001	797	650
股东净利润	3,820	4,187	2,977	3,243	3,584	净现金流	(1,637)	(2,417)	2,545	1,806	797
息税折旧摊销前利润	6,933	7,780	6,812	7,833	8,848						
息税前利润	5,379	5,955	4,385	4,936	5,529						
每股盈利(港币)	0.43	0.47	0.33	0.36	0.39						
每股股息(港币)	0.20	0.23	0.15	0.16	0.18						
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	2026 年 预测
总资产	50,575	60,433	68,654	77,837	86,589	增长率(%)					
流动资产	19,108	19,822	19,962	23,351	25,900	收入	27.9	29.6	(7.0)	11.2	11.1
现金及银行存款	5,326	2,822	5,317	7,073	7,819	毛利	(12.6)	15.1	(24.1)	12.2	11.3
应收账款、预付、按金	10,585	13,217	11,890	13,216	14,680	经营利润	(18.4)	10.8	(26.3)	12.5	12.0
存货	2,029	2,098	1,546	1,718	1,908	息税折旧摊销前利润	(13.4)	12.2	(12.4)	15.0	13.0
其它流动资产	1,168	1,685	1,209	1,344	1,493	息税前利润	(19.8)	10.7	(26.4)	12.6	12.0
非流动资产	31,467	40,611	48,692	54,486	60,688	股东净利润	(22.4)	9.6	(28.9)	8.9	10.5
固定资产净额	27,438	36,560	44,965	50,332	56,070	每股盈利	(22.8)	9.5	(29.6)	7.9	10.5
其他应收账	1,124	947	1,124	1,258	1,402						
其它非流动资产	2,905	3,104	2,603	2,895	3,216	利润率 (%)					
总负债	15,344	22,575	27,720	33,293	37,758	毛利率	30.0	26.6	21.7	21.9	22.0
流动负债	10,610	17,223	19,943	21,684	22,802	经营利润率	25.9	22.1	17.5	17.7	17.9
短期借款	4,358	6,883	9,730	9,338	8,338	息税折旧摊销前利润	33.2	29.2	27.5	28.4	28.9
应付账款	5,422	8,307	8,670	10,463	12,233	息税前利润率	26.2	22.4	17.7	17.9	18.1
其它流动负债	831	2,033	1,543	1,883	2,230	股东净利润率	18.6	15.7	12.0	11.8	11.7
非流动负债	4,733	5,352	7,778	11,609	14,956						
长期借款	3,674	3,620	5,890	9,551	12,713	净负债率(%)	9.1	24.0	29.6	31.1	31.5
其它非流动负债	1,059	1,732	1,888	2,058	2,243						
权益总额	35,231	37,863	40,934	44,544	48,831	其他(%)					
股东权益	29,748	31,975	34,753	38,046	41,982	实际税率	16.2	15.7	16.0	16.0	16.0
少数股东权益	5,483	5,889	6,180	6,498	6,849	派息比率	46.6	47.8	45.9	45.9	46.1
权益及负债总额	50,575	60,438	68,654	77,837	86,589	已动用资本回报率	9.6	9.7	6.1	5.8	5.6
净现金/(负债)	(2,707)	(7,681)	(10,303)	(11,817)	(13,232)	平均净资产收益率	12.7	13.6	8.9	8.9	9.0
						平均资产收益率	7.7	7.5	4.6	4.4	4.4
						利息覆盖倍数(倍)	27.1	15.5	8.8	7.0	6.5

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	2024/2/29	HK\$4.76	买入(维持)	HK\$7.22
2	2024/7/31	HK\$3.71	中性(下调)	HK\$3.98
3	2024/10/25	HK\$4.20	中性(维持)	HK\$3.85
4	2024/12/11	HK\$3.23	中性(维持)	HK\$3.22

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