

新能源

收盘价
港元 3.29

目标价
港元 4.28个

潜在涨幅
+30.1%

2025 年 3 月 3 日

信义光能 (968 HK)

减值拖累业绩，供给收缩叠加需求回升，光伏玻璃价格强劲反弹

④ **减值及汇兑损失拖累业绩：**公司 2024 年收入/归母净利润 219 亿元/10.1 亿元（人民币，下同），略超业绩预告中值，同比降 9%/74%，下半年亏损约 8.0 亿元。光伏玻璃收入下降 12% 至 188 亿元，销量增长 10%，平均售价下跌 20%，同时期末计提 1.6 亿元存货减值并因提前冷修多座窑炉计提 3.9 亿元固定资产减值，导致全年毛利率降 14 个百分点至 7.6%(2H24 为-9.0%)，剔除减值影响后为 10.5%(2H24 为-2.6%)。光伏发电收入增 12% 至 30 亿元，全年毛利率下降 1.2 个百分点至 67.3%，但 2H24 同比提高 2.3 个百分点至 68.9%。剔除减值及 2.2 亿元汇兑损失后，测算 2H24 仅亏损 0.3 亿元。2024 年公司点火 4400 吨并冷修 5000 吨玻璃产能，年底在产产能降至 23200 吨，2025 年计划点火 4000 吨，产量指引与 2024 年基本持平。

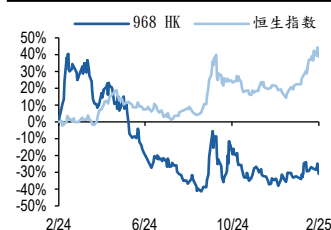
④ **供给大幅收缩叠加需求回升，3 月光伏玻璃价格强劲反弹：**2024 年下半年光伏玻璃价格下跌推动行业冷修加速，目前全球名义在产日熔量由 2024 年 6 月底最高点的 12.3 万吨持续降至 9.7 万吨，推动 11 月起供需逆转，行业库存天数由高峰的 38.7 天降至目前的 33.8 天。近期出台的分布式光伏新政和新能源电价新政提升了新建项目收益率不确定性，因此分布式和集中式项目有较大动力在 2025 年 5 月 1 日和 6 月 1 日的新老划断时点前抢装并网，推动短期需求大幅增长，我们预计 3 月起组件月产量有望恢复至 55GW，而目前玻璃月产量不到 50GW，加上此前亏损下玻璃企业挺价意愿强烈，3 月 2.0 毫米玻璃价格涨幅高达 2 元/平米或 17%，我们测算将使公司玻璃毛利率回升至约 12%。尽管盈利大幅回升，但公司希望行业现时的良好供需态势维持更长时间，5 月前不会考虑点火，即使部分其他企业选择近期点火，3 个月的爬坡期也将导致短期供给刚性，因此我们预计本轮涨价有望持续较长时间。

④ **供给侧改革确定性提高，维持买入：**公司将报表货币由港元改为人民币，我们预计 2025-27 年盈利 22.1/33.2/39.3 亿元。2025 年 2 月 10 日国常会研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，政府层面明确光伏供给侧改革意愿，我们预计具体政策有望近期出台。由于供给侧改革确定性及市场整体估值提高，我们将估值基准由 1.03 倍 2025 年市账率提高至 1.2 倍，目标价上调至 4.28 港元（原 4.04 港元），维持**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)	162.08
年初至今变化 (%)	4.78
200天平均价 (港元)	3.33

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	25,800	23,406	23,668	26,664	30,081
同比增长 (%)		-9.3	1.1	12.7	12.8
净利润 (百万人民币)	4,247	1,093	2,360	3,548	4,201
每股盈利 (人民币)	0.46	0.12	0.26	0.39	0.46
同比增长 (%)		-74.3	119.2	50.4	18.4
前EPS预测值 (人民币)			0.30	0.45	
调整幅度 (%)			-14.8	-12.8	
市盈率 (倍)	7.1	27.7	12.7	8.4	7.1
每股账面净值 (人民币)	3.49	3.42	3.55	3.76	4.00
市账率 (倍)	0.94	0.96	0.93	0.88	0.82
股息率 (%)	7.0	3.0	3.8	5.7	6.8

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 (百万人民币)	2023 (重述)	2024	同比(%)
营业收入	24,164	21,921	-9.3
营业成本	-17,698	-18,448	4.2
毛利	6,466	3,473	-46.3
其他收入	336	274	-18.6
其他经营净收益	-208	-258	24.1
销售费用	-97	-127	31.1
行政费用	-1,091	-1,019	-6.6
应收账款减值损失	-9	-16	72
经营利润	5,397	2,327	-56.9
财务收入	31	23	-25.1
财务费用	-349	-432	23.9
应占共同控制实体损益	26	17	-31.8
除税前溢利	5,105	1,935	-62.1
所得税	-797	-526	-34
少数股东损益	465	401	-13.8
净利润	3,843	1,008	-73.8

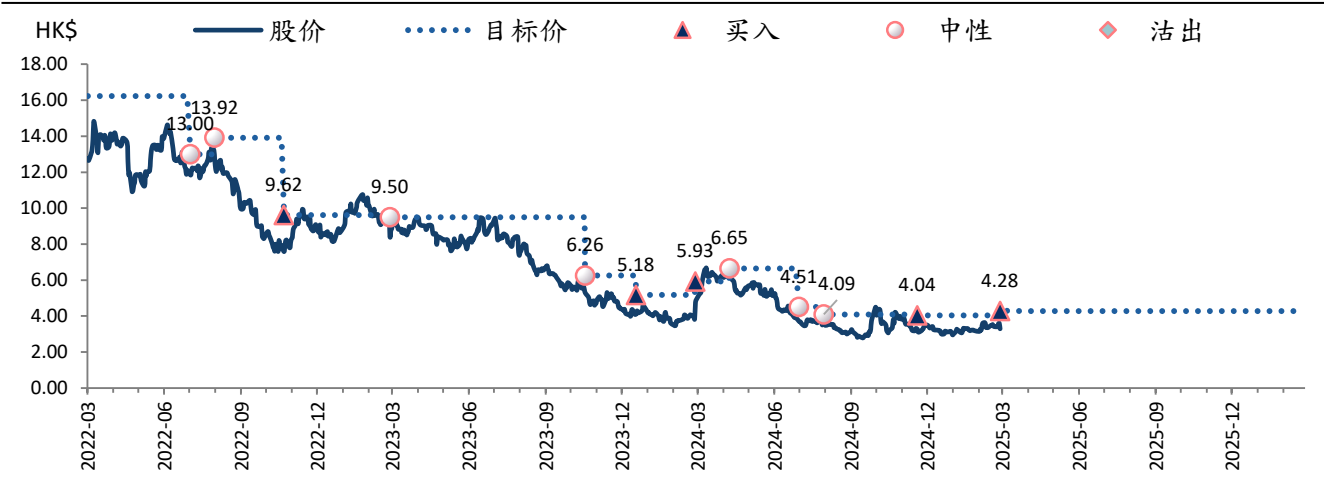
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司关键业务数据及预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光伏玻璃					
销量(万吨)	653	715	763	838	958
单吨售价(人民币元)	3,272	2,631	2,500	2,600	2,600
营业收入(百万人民币)	21,359	18,820	19,068	21,785	24,898
毛利率(%)	21.6	7.6	12.5	17.0	18.0
光伏发电					
新增装机量(兆瓦)	945	300	300	300	300
累计装机量(兆瓦)	5,519	5,819	6,119	6,419	6,719
营业收入(百万人民币)	2,691	3,017	3,014	3,103	3,191
毛利率(%)	68.5	67.3	66.3	65.8	65.3

资料来源: 公司资料, 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	5.98	8.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.96	25.02	39.3%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.88	2.37	26.1%	2024 年 10 月 21 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.00	4.56	52.0%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.07	1.92	-7.2%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	70.90	104.80	47.8%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	40.40	57.10	41.3%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.03	9.93	41.3%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.24	1.77	42.7%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.29	4.28	30.1%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.52	3.80	8.0%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.34	13.15	-1.4%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	60.08	73.36	22.1%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	13.16	11.04	-16.1%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.80	1.02	27.5%	2024 年 09 月 20 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 2 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	25,800	23,406	23,668	26,664	30,081
主营业务成本	(18,896)	(19,698)	(18,971)	(20,511)	(23,053)
毛利	6,904	3,708	4,697	6,152	7,028
销售及管理费用	(1,269)	(1,224)	(1,282)	(1,381)	(1,517)
其他经营净收入/费用	372	297	322	354	389
经营利润	6,204	2,820	3,737	5,125	5,901
财务成本净额	(339)	(437)	(331)	(284)	(248)
应占联营公司利润及亏损	27	19	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(232)	(293)	(11)	(11)	(11)
税前利润	5,642	2,098	3,395	4,830	5,642
税费	(881)	(571)	(543)	(773)	(903)
非控股权益	(496)	(428)	(493)	(510)	(539)
净利润	4,247	1,093	2,360	3,548	4,201
作每股收益计算的净利润	4,103	1,077	2,360	3,548	4,201

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,832	874	887	999	1,127
应收账款及票据	11,631	12,673	12,725	13,568	14,365
存货	2,042	3,049	2,227	2,413	2,725
其他流动资产	2,872	2,153	2,137	2,124	2,111
总流动资产	19,291	18,753	17,976	19,105	20,328
物业、厂房及设备	35,567	38,617	39,296	39,830	40,220
无形资产	2,299	2,323	2,255	2,186	2,118
合资企业/联营公司投资	345	260	261	261	261
其他长期资产	1,310	835	835	835	835
总长期资产	39,511	42,036	42,646	43,112	43,434
总资产	60,634	60,588	60,622	62,216	63,762
短期贷款	6,782	6,636	4,545	3,578	2,212
应付账款	8,167	7,700	8,085	8,489	8,914
其他短期负债	1,813	2,047	2,113	2,171	2,203
总流动负债	16,762	16,383	14,743	14,238	13,329
长期贷款	4,423	6,757	6,757	6,757	6,757
长期应付账款	598	750	750	750	750
其他长期负债	188	161	161	161	161
总长期负债	5,209	7,667	7,667	7,667	7,667
总负债	22,655	23,971	22,411	21,905	20,997
股本	772	789	789	789	789
储备及其他资本项目	30,340	30,231	31,458	33,303	35,487
股东权益	32,081	30,917	32,247	34,092	36,276
非控股权益	5,898	5,700	5,965	6,220	6,489
总权益	37,979	36,617	38,212	40,311	42,765

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	5,451	2,066	3,396	4,830	5,642
合资企业/联营公司收入调整	(27)	(19)	0	0	0
折旧及摊销	1,949	2,135	2,186	2,330	2,474
营运资本变动	(639)	(2,135)	1,223	(568)	(652)
利息调整	372	461	331	284	248
税费	(992)	(562)	(543)	(773)	(903)
其他经营活动现金流	(449)	(629)	(370)	(325)	(290)
经营活动现金流	5,664	1,319	6,221	5,779	6,520
资本开支	(10,057)	(4,024)	(2,765)	(2,765)	(2,765)
其他投资活动现金流	0	0	23	23	24
投资活动现金流	(10,057)	(4,024)	(2,741)	(2,741)	(2,741)
负债净变动	1,689	2,188	(2,091)	(967)	(1,365)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(2,044)	(897)	(1,379)	(1,958)	(2,286)
其他融资活动现金流	2,394	(479)	0	0	0
融资活动现金流	2,108	825	(3,470)	(2,925)	(3,651)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	5,089	2,746	877	887	999
年末现金	2,746	877	887	999	1,127

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.461	0.119	0.260	0.391	0.463
全面摊薄每股收益	0.461	0.119	0.260	0.391	0.463
每股股息	0.230	0.099	0.125	0.188	0.222
每股账面值	3.494	3.417	3.552	3.755	3.996
利润率分析(%)					
毛利率	26.8	15.8	19.8	23.1	23.4
EBITDA利润率	30.0	19.8	25.0	27.9	27.8
EBIT利润率	22.4	10.7	15.7	19.2	19.6
净利率	16.5	4.7	10.0	13.3	14.0
盈利能力(%)					
ROA	11.0	4.5	6.6	8.9	10.0
ROE	13.9	3.7	8.0	11.4	12.7
ROIC	12.0	4.1	6.8	9.3	10.5
其他					
净负债权益比(%)	22.0	34.2	27.3	23.2	18.3
利息覆盖率	16.7	9.0	16.3	23.6	30.0
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5
存货周转天数	43.4	50.4	54.2	44.1	43.4
应收账款周转天数	171.9	202.3	209.1	192.2	181.0

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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、湖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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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，而并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。