

香港股市 | 新能源 | 光伏

## 信义光能 (968 HK)

## 预计 FY25 业绩明显改善

## FY24 股东净利润同比下跌 73.8%

FY24 股东净利润同比下跌 73.8%至 10.1 亿元(人民币, 下同), 符合公司盈警预测 70%-80% 跌幅。由于光伏玻璃价格下跌, 总收入同比下跌 9.3%至 219.2 亿元, 其中光伏玻璃收入同比下降 11.9%至 188.2 亿元。总毛利及毛利率分别同比下跌 46.3%及 10.9 个百分点至 34.7 亿元及 15.8%。其中光伏玻璃毛利及毛利率分别同比下跌 69.1%及 14.0 个百分点至 14.3 亿元及 7.6%, 主因(一)光伏玻璃价格下跌; (二)物业、厂房及设备("PPE")减值亏损由 FY23 的零增加至 3.9 亿元; (三)存货撇减拨备也由 140 万元上升至 1.6 亿元。虽然如此, 由于售电量同比增长 17.0%, 光伏发电收入及毛利分别同比增长 12.1%及 10.2%至 30.2 亿及 20.3 亿元(见图表 1)。

## 谨慎 FY25 产能指引

由于四条安徽芜湖及马来西亚生产线投产(注: 两地各两条), 少于原先目标六条, 光伏玻璃有效年熔化量由 FY23 的 784 万吨增长 15.7%至 FY24 的 907 万吨, 低于去年中定下的 985 万吨目标。FY25 暂未有新增生产线投产计划, 但是计划四条日熔量为 1,000 吨的生产线复产。FY25 有效年熔化量目标同比上升 0.1%至 908 万吨。

## 预计 FY25 毛利率反弹

经过近月光伏玻璃价格平稳后, 公司上提 3 月份报价 2 元(约 10%)。假设今年没有 PPE 减值亏损, 我们预计 FY25 光伏玻璃毛利率同比反弹 4.5 个百分点至 12.1%, 公司总毛利率也上涨 5.0 个百分点至 20.8%。FY25-26 股东净利润预计分别同比反弹 89.7%及 15.9%。

## 重申“中性”评级

考虑 2020 年光伏玻璃价格反弹时候, 公司可获得较高动态市盈率(见图表 6), 我们将目标价由 3.22 港元上调至 3.43 港元, 对应 15 倍 FY25 目标市盈率。可是由于 1.2%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 (人民币百万元) (更新于 2025 年 3 月 4 日)

年结:12 月 31 日	2023 年 实际(重列)	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	24,164	21,921	25,197	27,314
增长率 (%)	不适用	(9.3)	14.9	8.4
股东净利润	3,843	1,008	1,912	2,215
增长率 (%)	不适用	(73.8)	89.7	15.9
每股盈利 (人民币)	0.43	0.11	0.21	0.24
市盈率 (倍)	7.4	28.3	15.2	13.1
每股股息 (港币)	0.23	0.10	0.11	0.13
股息率 (%)	7.0	3.1	3.4	4.0
每股净资产 (人民币)	3.27	3.20	3.43	3.64
市净率 (倍)	0.98	1.00	0.93	0.88

注: 2023 年重列(除注明, 报表货币由港币更改为人民币)

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 中性

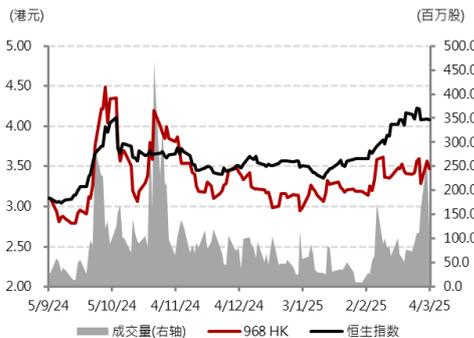
目标价: 3.43 港元

## 股票资料 (更新至 2025 年 3 月 4 日)

现价	3.47 港元
总市值	31,502.21 百万港元
流通股比例	47.00%
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	235.23 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

20250102 - 信义光能 (968 HK) 更新报告: FY24 盈警逊预期

20241212 - 信义光能 (968 HK) 更新报告: 产能短暂下降, 玻璃价格偏弱

## 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

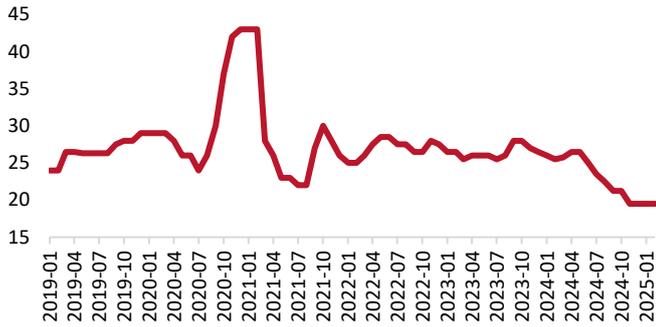
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY24 业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023 实际(重列)	2024 实际	增长 (同比%)	中泰国际评论
<b>收入</b>	<b>24,164</b>	<b>21,921</b>	<b>(9.3)</b>	平均售价大幅下降, 但部份影响被销售量同比增长 9.6% 所抵销 售电量同比增长 17.0%, 但部份影响被加权平均上网电价下降所抵销
- 光伏玻璃	21,359	18,820	(11.9)	
- 光伏发电	2,691	3,017	12.1	
- 其他	114	84	(26.0)	
销售成本	(17,698)	(18,448)	4.2	光伏玻璃业务: (一)FY24 物业、厂房及设备减值亏损 3.9 亿元(FY23: 零); (二)FY24 存货撇减拨备 1.6 亿元(FY23: 140 万元)
<b>毛利</b>	<b>6,466</b>	<b>3,473</b>	<b>(46.3)</b>	如扣除减值亏损及存货撇减拨备, 毛利同比下跌 57.1% 至 19.8 亿元
- 光伏玻璃	4,604	1,425	(69.1)	
- 光伏发电	1,843	2,031	10.2	
- 其他	19	17	(9.5)	
其他收入及收益	128	15	(87.9)	政府补贴由 2.3 亿元下跌至 1.2 亿元
销售及分销成本	(97)	(127)	31.1	
行政开支	(1,091)	(1,019)	(6.6)	
金融及合约资产减值亏损净额	(9)	(16)	72.0	
<b>经营利润</b>	<b>5,397</b>	<b>2,327</b>	<b>(56.9)</b>	
财务收入	31	23	(25.1)	
财务费用	(349)	(432)	23.9	借贷增加
应占投资净溢利润	26	17	(31.8)	
<b>税前利润</b>	<b>5,105</b>	<b>1,935</b>	<b>(62.1)</b>	
所得税	(797)	(526)	(34.0)	实质税率由 15.7% 上升至 27.4%
<b>税后利润</b>	<b>4,308</b>	<b>1,409</b>	<b>(67.3)</b>	
少数股东权益	(465)	(401)	(13.8)	
<b>股东净利润</b>	<b>3,843</b>	<b>1,008</b>	<b>(73.8)</b>	
每股盈利(人民币)	0.43	0.11	(73.9)	
每股股息(港币)	0.23	0.10	(55.6)	FY24 没有末期派息, 仅中期派息, 但全年分红比率由 FY23 的 47.9% 上升至 FY24 的 81.6%
<b>利润率 (%)</b>			<b>变动 (百分点)</b>	
毛利率	26.8	15.8	(10.9)	毛利率由 1H24 的 26.8% 下跌至 2H24 的 3.3% (注: 1H23 - 22.0%; 2H23 - 30.6%)
- 光伏玻璃	21.6	7.6	(14.0)	
- 光伏发电	68.5	67.3	(1.2)	
- 其他	16.6	20.3	3.7	
经营利润率	22.3	10.6	(11.7)	
股东净利润率	15.9	4.6	(11.3)	

来源: 公司资料、中泰国际研究部理

图表 2：光伏玻璃(3.2mm 镀膜)市场均价  
价格(人民币/平米)



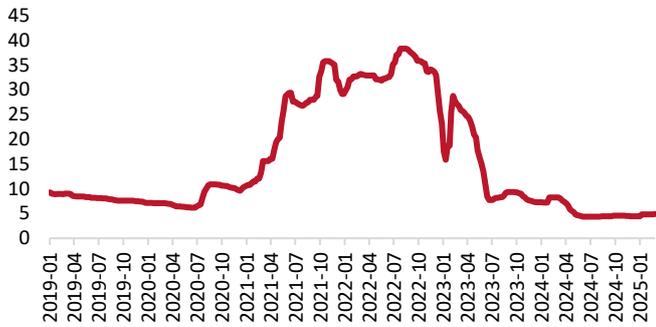
注：截至 2025 年 2 月 25 日  
来源：PVInfoLink、Wind、中泰国际研究部

图表 3：纯碱市场现货价  
价格(人民币/吨)



注：截至 2025 年 2 月 26 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：光伏级多晶硅市场现货均价  
价格(美元/千克)



注：截至 2025 年 2 月 26 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：晶硅光伏组件市场现货均价  
价格(美元/瓦)



注：截至 2025 年 2 月 26 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 6：信义光能动态市盈率(根据市场共识预测)



注：截至 2025 年 3 月 4 日  
来源：彭博

图表 7: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2023 年 实际 (重列)	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2023 年 估计	2024 年 估计	2025 年 预测	2026 年 预测
<b>收入</b>	<b>24,164</b>	<b>21,921</b>	<b>25,197</b>	<b>27,314</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>5,305</b>	<b>1,235</b>	<b>283</b>	<b>4,077</b>
销售成本	(17,698)	(18,448)	(19,948)	(21,302)	净利润	3,843	1,008	1,912	2,215
<b>毛利</b>	<b>6,466</b>	<b>3,473</b>	<b>5,249</b>	<b>6,012</b>	折旧与摊销	1,642	2,184	2,896	3,225
其他收入及收益	128	15	58	82	营运资本变动	(539)	(425)	652	(61)
销售、分销及行政成本	(1,188)	(1,146)	(1,272)	(1,374)	其它	358	(1,533)	(5,177)	(1,302)
金融及合约资产减值亏损	(9)	(16)	(12)	(10)	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,400)</b>	<b>(4,962)</b>	<b>(3,565)</b>	<b>(2,852)</b>
<b>经营利润</b>	<b>5,397</b>	<b>2,327</b>	<b>4,023</b>	<b>4,710</b>	资本性支出净额	(8,642)	(4,595)	(3,301)	(2,641)
财务收入	31	23	8	9	其它	(1,759)	(368)	(264)	(211)
财务费用	(349)	(432)	(524)	(652)	<b>融资活动现金流</b>	<b>2,193</b>	<b>1,380</b>	<b>3,443</b>	<b>(1,065)</b>
应占公司利润	26	17	18	19	股本变动	25	471	0	0
<b>税前利润</b>	<b>5,105</b>	<b>1,935</b>	<b>3,525</b>	<b>4,086</b>	净债务变动	2,230	1,860	2,857	(850)
所得税	(797)	(526)	(877)	(1,017)	已派股息	(1,402)	(2,019)	(390)	(1,062)
<b>税后利润</b>	<b>4,308</b>	<b>1,409</b>	<b>2,649</b>	<b>3,070</b>	其它	1,341	1,068	976	848
少数股东权益	(465)	(401)	(736)	(854)	<b>净现金流</b>	<b>(2,902)</b>	<b>(2,347)</b>	<b>161</b>	<b>161</b>
<b>股东净利润</b>	<b>3,843</b>	<b>1,008</b>	<b>1,912</b>	<b>2,215</b>					
息税折旧摊销前利润	7,279	4,794	6,945	7,964					
息税前利润	5,454	2,367	4,049	4,739					
每股盈利(人民币)	0.43	0.11	0.21	0.24					
每股股息(港币)	0.23	0.10	0.11	0.13					
资产负债表	2023 年 实际 (重列)	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际 (重列)	2024 年 实际	2025 年 预测	2025 年 预测
<b>总资产</b>	<b>55,072</b>	<b>56,932</b>	<b>66,722</b>	<b>73,146</b>	增长率(%)				
<b>流动资产</b>	<b>18,067</b>	<b>17,563</b>	<b>15,136</b>	<b>17,264</b>	收入	不适用	(9.3)	14.9	8.4
现金及银行存款	2,572	822	931	1,042	毛利	不适用	(46.3)	51.1	14.5
应收账款、预付、按金	10,894	11,869	11,339	12,837	经营利润	不适用	(56.9)	72.9	17.1
存货	1,912	2,856	1,814	2,182	息税折旧摊销前利润	不适用	(34.1)	44.9	14.7
其它流动资产	2,689	2,016	1,052	1,202	息税前利润	不适用	(56.6)	71.0	17.0
<b>非流动资产</b>	<b>37,004</b>	<b>39,370</b>	<b>51,586</b>	<b>55,883</b>	股东净利润	不适用	(73.8)	89.7	15.9
固定资产净额	33,311	36,168	48,618	52,558	每股盈利	不适用	(73.9)	86.8	15.9
其他应收账	863	416	583	631					
其它非流动资产	2,831	2,786	2,384	2,694	利润率 (%)				
<b>总负债</b>	<b>20,577</b>	<b>22,525</b>	<b>29,535</b>	<b>33,144</b>	毛利率	26.8	15.8	20.8	22.0
<b>流动负债</b>	<b>15,698</b>	<b>15,344</b>	<b>23,053</b>	<b>27,232</b>	经营利润率	22.3	10.6	16.0	17.2
短期借款	6,274	6,143	9,850	9,735	息税折旧摊销前利润	30.1	21.9	27.6	29.2
应付账款	7,572	7,132	8,819	10,379	息税前利润率	22.6	10.8	16.1	17.3
其它流动负债	1,853	2,068	4,384	7,118	股东净利润率	15.9	4.6	7.6	8.1
<b>非流动负债</b>	<b>4,878</b>	<b>7,181</b>	<b>6,482</b>	<b>5,912</b>					
长期借款	3,300	5,497	4,647	3,911	净负债率(%)	24.0	37.2	43.6	38.1
其它非流动负债	1,579	1,684	1,835	2,001					
<b>权益总额</b>	<b>34,495</b>	<b>34,408</b>	<b>37,187</b>	<b>40,002</b>	其他(%)				
股东权益	29,138	29,052	31,094	33,055	实际税率	15.7	27.4	25.0	25.0
少数股东权益	5,357	5,356	6,093	6,947	派息比率	52.1	88.7	52.2	52.0
<b>权益及负债总额</b>	<b>55,072</b>	<b>56,932</b>	<b>66,722</b>	<b>73,146</b>	已动用资本回报率	9.8	2.4	4.4	4.8
净现金/(负债)	(7,001)	(10,818)	(13,565)	(12,605)	平均净资产收益率	不适用	3.5	6.4	6.9
					平均资产收益率	不适用	1.8	3.1	3.2
					利息覆盖倍数(倍)	15.6	5.5	7.7	7.3

注: 2023 年重列(除注明, 报表货币由港币更改为人民币)

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
5	2024/12/31	HK\$3.14	中性 (维持)	HK\$3.22
6	2025/3/4	HK\$3.47	中性 (维持)	HK\$3.43

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的目前已公开的信息，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提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