

新能源	收盘价 港元 3.81	目标价 港元 3.47↓	潜在涨幅 -8.9%
-----	----------------	-----------------	---------------

2025年4月1日

凯盛新能 (1108 HK)

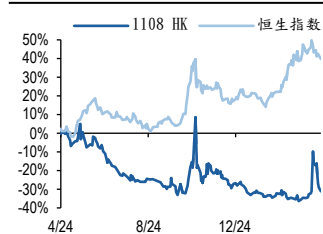
4 季度亏损扩大，光伏玻璃价格近期强劲反弹有助减亏，维持中性

- ⊕ **光伏玻璃价格下跌导致 4 季度亏损扩大：**公司 2024 年亏损 6.10 亿元（人民币，下同），其中 4 季度亏损 3.63 亿元，环比扩 88%，业绩低于我们预期。根据卓创资讯，4 季度 2.0mm 光伏玻璃均价环比下跌 13%，导致毛利率环比降 11.6 个百分点至新低-30.4%，销售/管理费用率环比基本稳定，研发费率环比降 4.7 百分点，推动整体经营费用率环比下降。公司 2024 年产/销量同比下降 1%/7%，4 季度产量环比下降，但销量大幅增长，去库明显，年末存货环比降 29%。公司 2024 年计提存货减值 1.29 亿元（4 季度 1.04 亿元），未计提固定资产减值。公司 2024 年点火/冷修 1200/2150 吨产能，在产产能降至 4550 吨，拟增资 3.7 亿元取得江苏凯盛 74.6% 股权。目前公司北方玻璃 1200 吨产能已具备点火条件，将视市场情况择机投产，洛阳新能源和江苏凯盛各 1 条 1200 吨产能初步具备点火条件。
- ⊕ **光伏玻璃价格近期强劲反弹，有助公司减亏：**2024 年下半年光伏玻璃价格下跌推动行业冷修加速，全球名义在产日熔量由 2024 年 6 月底最高点 12.3 万吨持续降至 2025 年 1 月末的 9.7 万吨，推动 2024 年 11 月起供需逆转，行业库存天数由高峰 38.7 天降至目前 27.4 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，因此光伏项目尤其是分布式有较大动力在 2025 年 5 月 1 日和 6 月 1 日的新老划断时点前抢装并网，供给大幅收缩和短期需求爆发，推动 3 月 2.0mm 玻璃价格大涨 1.75 元/平或 15%，卓创资讯预计 4 月将继续上涨 0.5 元/平或 4%。
- ⊕ **短期内扭亏仍有难度，维持中性：**尽管盈利大幅回升，2025 年 3 月以来光伏玻璃行业在产产能仅增加 2950 吨，在行业自律下点火仍较为克制，即使 4 月点火加速，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，有助公司减亏，但由于不具备成本优势，短期内扭亏难度较大。我们下调 2025/26 年盈利至-2.52/-0.44 亿元（原预测-0.98/0.38 亿元），由于市场整体估值提升，将估值基准由 0.53 倍 2025 年市净率略微提高至 0.55 倍，下调目标价至 3.47 港元（原 3.80 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)	3.52
市值 (百万港元)	952.50
日均成交量 (百万)	4.03
年初至今变化 (%)	(0.52)
200天平均价 (港元)	3.99

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)	6,595	4,594	4,557	4,871	5,309
同比增长 (%)	31.1	-30.3	-0.8	6.9	9.0
净利润 (百万人民币)	395	(610)	(252)	(44)	34
每股盈利 (人民币)	0.61	(0.94)	(0.39)	(0.07)	0.05
同比增长 (%)	-3.5	-254.5	-58.7	-82.7	-177.9
前EPS预测值 (人民币)			(0.15)	0.06	
调整幅度 (%)			157.1	-213.6	
市盈率 (倍)	5.8	NA	NA	NA	67.4
每股账面净值 (人民币)	7.17	6.22	5.83	5.76	5.82
市账率 (倍)	0.50	0.57	0.61	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)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	1,864.0	1,437.8	1,541.0	715.9	899.7	-51.7	25.7
营业成本	-1,644.3	-1,320.5	-1,450.6	-850.5	-1,172.8	-28.7	37.9
毛利	219.7	117.3	90.5	-134.6	-273.1	NM	102.9
税金及附加	-15.1	-7.6	-13.2	-9.1	-11.7	-22.5	28.9
销售费用	0.0	-5.5	-6.1	-4.2	-0.5	NM	-86.8
管理费用	-38.2	-37.7	-34.7	-33.2	-45.3	18.7	36.3
研发费用	-76.4	-54.5	-61.0	-44.8	-13.9	-81.8	-68.9
财务费用	-13.2	-20.7	-28.7	-17.5	-44.1	234.9	151.6
其他收益	114.7	15.6	9.8	22.9	9.2	-92.0	-59.7
投资收益	-3.2	-3.7	-2.7	-1.6	-3.5	9.6	126.3
资产减值损失	-0.6	0.0	-26.1	0.5	-103.9	NM	NM
信用减值损失	6.0	1.7	-5.6	3.0	-5.6	NM	NM
资产处置收益	33.8	0.0	3.6	0.0	-0.2	NM	NM
营业外收支	0.0	0.0	-0.4	-0.0	0.3	NM	NM
税前利润	227.5	4.9	-74.6	-218.6	-492.5	NM	125.3
所得税	-8.1	-3.7	25.4	12.5	83.4	NM	568.7
净利润	219.4	1.2	-49.2	-206.1	-409.0	NM	98.5
少数股东损益	-22.6	-7.6	0.8	13.6	46.4	NM	241.3
归母净利润	196.9	-6.4	-48.4	-192.5	-362.6	NM	88.4
扣非归母净利润	102.1	-9.3	-56.3	-205.7	-370.3	NM	80.0

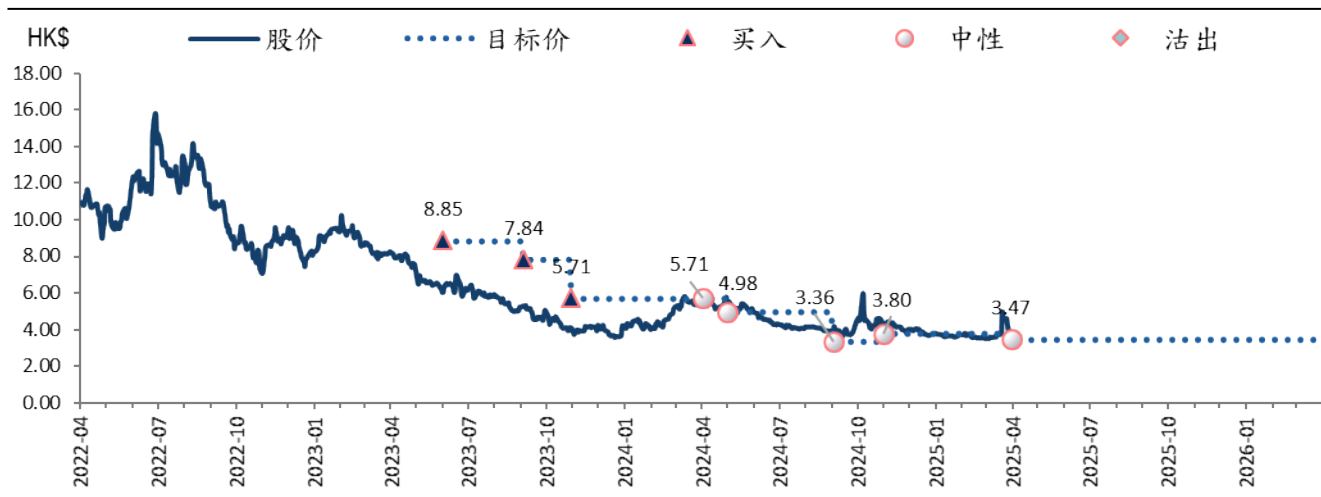
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司光伏玻璃业务数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量 (亿平米)	3.64	3.40	3.56	3.72	4.06
单位售价 (人民币元/平米)	17.5	13.3	12.7	12.9	12.9
单位成本 (人民币元/平米)	15.5	13.9	12.5	12.2	11.9
毛利率 (%)	11.7	-4.8	1.0	6.0	8.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 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 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
1798 HK	大唐新能源	买入	2.23	2.65	18.8%	2025 年 03 月 31 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.14	2.46	15.0%	2025 年 03 月 26 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	2.93	3.51	19.8%	2025 年 03 月 24 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.46	23.06	24.9%	2025 年 03 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.23	8.00	28.4%	2025 年 02 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	69.41	104.80	51.0%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	45.05	57.10	26.7%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	0.98	1.49	52.0%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	4.95	7.66	54.7%	2025 年 03 月 12 日	光伏制造 (多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.58	13.45	27.1%	2025 年 03 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	买入	3.00	4.28	42.7%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.81	3.47	-8.9%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	50.27	72.79	44.8%	2025 年 03 月 19 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	12.18	11.04	-9.4%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.95	1.17	23.2%	2025 年 03 月 03 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 3 月 31 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,595	4,594	4,557	4,871	5,309
主营业务成本	(5,831)	(4,794)	(4,494)	(4,564)	(4,870)
毛利	764	(200)	63	307	439
销售及管理费用	(167)	(167)	(150)	(161)	(175)
研发费用	(252)	(174)	(169)	(170)	(175)
其他经营净收入/费用	191	16	59	106	102
经营利润	536	(526)	(197)	82	190
财务成本净额	(74)	(111)	(128)	(138)	(146)
应占联营公司利润及亏损	(13)	(11)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	52	(133)	0	0	0
税前利润	501	(781)	(325)	(56)	44
税费	(37)	118	33	6	(4)
非控股权益	(70)	53	41	7	(6)
净利润	395	(610)	(252)	(44)	34
作每股收益计算的净利润	395	(610)	(252)	(44)	34

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	229	131	129	138	151
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,891	1,847	1,832	1,958	2,135
存货	687	891	674	685	731
其他流动资产	507	433	433	433	433
总流动资产	4,314	3,302	3,068	3,214	3,449
物业、厂房及设备	4,947	4,646	4,799	4,935	5,043
无形资产	778	788	826	866	908
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	2,388	3,569	3,569	3,569	3,569
总长期资产	8,113	9,003	9,194	9,370	9,520
总资产	12,428	12,305	12,263	12,584	12,968
短期贷款	761	1,641	2,004	2,337	2,545
应付账款	2,022	1,961	1,839	1,867	1,993
其他短期负债	1,372	1,500	1,510	1,520	1,531
总流动负债	4,155	5,102	5,352	5,724	6,069
长期贷款	3,124	2,729	2,729	2,729	2,729
其他长期负债	96	101	101	101	101
总长期负债	3,220	2,829	2,829	2,829	2,829
总负债	7,374	7,931	8,181	8,554	8,898
股本	646	646	646	646	646
储备及其他资本项目	3,981	3,372	3,120	3,076	3,110
股东权益	4,627	4,017	3,765	3,722	3,756
非控股权益	426	357	316	309	314
总权益	5,053	4,374	4,081	4,031	4,070

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	465	(663)	(293)	(51)	40
折旧及摊销	346	361	335	364	393
营运资本变动	(702)	(341)	119	(98)	(86)
其他经营活动现金流	35	249	128	138	146
经营活动现金流	144	(394)	289	353	493
资本开支	(1,865)	(635)	(525)	(540)	(542)
其他投资活动现金流	106	66	0	1	2
投资活动现金流	(1,758)	(569)	(525)	(539)	(540)
负债净变动	1,435	1,055	363	333	206
其他融资活动现金流	(79)	(192)	(128)	(138)	(146)
融资活动现金流	1,356	863	235	194	60
汇率收益/损失	2	2	0	0	0
年初现金	486	229	131	129	138
年末现金	229	131	129	138	151

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.611	(0.945)	(0.390)	(0.068)	0.053
全面摊薄每股收益	0.611	(0.945)	(0.390)	(0.068)	0.053
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	7.166	6.222	5.832	5.764	5.817
利润率分析(%)					
毛利率	11.6	(4.4)	1.4	6.3	8.3
EBITDA利润率	14.0	(6.8)	0.2	6.3	8.2
EBIT利润率	8.8	(14.6)	(7.1)	(1.2)	0.8
净利率	6.0	(13.3)	(5.5)	(0.9)	0.6
盈利能力(%)					
ROA	3.4	(4.9)	(2.1)	(0.4)	0.3
ROE	8.2	(12.9)	(6.0)	(1.1)	0.8
其他					
净负债权益比(%)	72.3	96.9	112.8	122.3	125.9
流动比率	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	43.3	60.1	63.6	54.3	53.0
应收账款周转天数	144.8	188.2	147.4	142.0	140.7
应付账款周转天数	130.8	151.6	154.3	148.2	144.6

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；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期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期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期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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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，或可能以委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。