

持有

光伏玻璃供需改善尚待时日

信义光能 (0968.HK)

2025-06-12 星期四

【投资要点】

目标价: **3.06 港元**
 现价: **2.57 港元**
 预计升幅: **19%**

重要数据

日期	2025-6-11
收盘价 (港元)	2.57
总股本 (亿股)	90.78
总市值 (亿港元)	233
净资产 (亿元)	344
总资产 (亿元)	569
52 周高低 (港元)	5.14/2.22
每股净资产 (元)	3.2

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

信义玻璃控股有限公司 (23.68%)
 李贤义及关连人士 (9.93%)

相关报告

首次报告-20200618
 更新报告-20200804/20201221/20210308
 更新报告-20210817/1222
 更新报告-20220310/0805/1130
 更新报告-20230516/20240311/0806
 更新报告-20250107

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 终端需求疲弱, 光伏玻璃价格短期持续承压

隆众资讯数据显示, 从5月初到6月初, 2.0mm 光伏玻璃价格从 13-13.5 元/平米下降至 12 元/平米以下, 3.2mm 光伏玻璃价格从 22-22.5 元/平米下降至 21 元/平米以下。截至6月初, 库存天数已达 29.72 天, 库存压力较大。光伏玻璃行业毛利率持续回落, 目前已经创新低, 约为-9.47%。光伏玻璃价格下跌主要受 430/531 抢装潮结束, 需求回落, 库存压力以及价格内卷等多重因素所致。6月组件排产预期降幅加大, 但供给端减量节奏滞后, 供需差进一步扩大。若组件需求持续低迷, 部分企业将被迫冷修, Q3 供给端进一步收缩, 预期 Q4 有望迎来阶段性修复。但考虑到当前高库存, 价格反弹可能较为温和。光伏玻璃产能释放具有刚性, 供给端调整需要一定周期。在供给侧产能出清阶段, 公司作为龙头企业在供应链管控、规模化效应、技术先发优势等方面表现突出, 盈利水平与二、三线企业进一步拉开差距。

➤ 公司 2025 年新增产能或受到市场情况影响

截止 2024 年底, 公司光伏玻璃名义产能 32200t/d, 实际在产产能达 23200t/d。公司原计划 2025 年新增 4000 吨产能, 基于目前市场情况, 预计会有所延后。在价格下行, 产能增量有限的情况下, 将给 2025 年盈利带来压力。期待 2025 年供需改善, 价格回归理性后, 公司盈利也恢复增长。

➤ 光伏电站拟发行 REIT 上市, 有利改善现金流

信义光能作为信义能源的控股母公司, 双方联合公告将选定的太阳能发电场项目出售给新成立的 REIT, 将提前锁定存量高补贴项目的收益, 出售收益将改善现金流; 而且 REIT 模式下, 电站收益通过分红方式体现, 将有效规避未来电价波动风险。

➤ 给予“持有”评级, 目标价 3.06 港元/股

我们更新公司盈利预测, 给予公司 3.06 港元/股目标价, 对应 2025 年 12 倍 PE, 目标价较现价有 19% 的涨幅空间, 给予“持有”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	24,164	21,921	22,702	26,060	30,736
变动(%)	-	-9.3%	3.6%	14.8%	17.9%
归属股东净利润	3,843	1,008	2,101	2,891	3,501
变动(%)	-	-73.8%	108.4%	37.6%	21.1%
基本每股盈利(分)	43.17	11.27	23.15	31.85	38.57
市盈率@2.57 港元(倍)	5.4	20.9	10.2	7.4	6.1
每股股息(分)	22.50	10.00	10.17	13.99	16.94
股息现价比率(%)	9.6%	4.3%	4.3%	5.9%	7.2%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 终端需求疲弱，光伏玻璃价格短期持续承压

隆众资讯数据显示，从5月初到6月初，2.0mm光伏玻璃价格从13-13.5元/平方米下降至12元/平方米以下，3.2mm光伏玻璃价格从22-22.5元/平方米下降至21元/平方米以下。截至6月初，库存天数已达29.72天，库存压力较大。光伏玻璃行业毛利率持续回落，目前已经创新低，约为-9.47%。光伏玻璃价格下跌主要受430/531抢装潮结束，需求回落，库存压力以及价格内卷等多重因素所致。

6月组件排产预期降幅加大，但供给端减量节奏滞后，供需差进一步扩大。若组件需求持续低迷，部分企业将被迫冷修，Q3供给端进一步收缩，预期Q4有望迎来阶段性修复。但考虑到当前高库存，价格反弹可能较为温和。光伏玻璃产能释放具有刚性，供给端调整需要一定周期。

在供给侧产能出清阶段，公司作为龙头企业在供应链管控、规模化效应、技术先发优势等方面表现突出，盈利水平与二、三线企业进一步拉开差距。

➤ 公司2025年新增产能或受到市场情况影响

截止2024年底，公司光伏玻璃名义产能32200t/d，实际在产产能达23200t/d。公司原计划2025年新增4000吨产能，基于目前市场情况，预计会有所延后。在价格下行，产能增量有限的情况下，将给2025年盈利带来压力。期待2025年供需改善，价格回归理性后，公司盈利也恢复增长。

➤ 光伏电站拟发行REIT上市，有利改善现金流

信义光能作为信义能源的控股母公司，双方联合公告将选定的太阳能发电场项目出售给新成立的REIT，将提前锁定存量高补贴项目的收益，出售收益将改善现金流；而且REIT模式下，电站收益通过分红方式体现，将有效规避未来电价波动风险。

➤ 给予“持有”评级，目标价3.06港元/股

我们更新公司盈利预测，给予公司3.06港元/股目标价，对应2025年12倍PE，目标价较现价有19%的涨幅空间，给予“持有”评级。

表 1：行业估值比较（20250611）

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	14.79	317	34.4	26.4	16.6	13.1	1.6	1.2	1.2	1.1
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	14.99	30	-23.5	84.4	18.7	16.7	1.0	1.0	1.0	1.0
	000012.SZ	南玻A	CNY	4.69	109	54.0	20.4	13.9	11.6	1.1	1.1	1.1	1.1
平均						21.6	43.7	16.4	13.8	1.2	1.1	1.1	1.0
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	8.85	346	19.1	16.4	9.0	8.1	0.9	0.8	0.8	0.7
	3868.HK	信义能源	HKD	1.10	92	10.8	8.9	8.5	8.0	0.7	0.6	0.6	0.5
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.33	4	-1.0	-	-	-	0.3	0.2	0.2	0.2
平均						9.6	12.7	8.8	8.0	0.6	0.5	0.5	0.5
	0968.HK	信义光能	HKD	2.57	233	20.9	10.2	7.4	6.1	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 光伏装机需求、组件企业排产不及预期
2. 原材料及燃料成本上涨
3. 光伏玻璃价格下跌超出预期
4. 产能出清不及预期

【财务报表摘要】

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	24,164	21,921	22,702	26,060	30,736
经营成本	(17,698)	(18,055)	(17,935)	(20,066)	(23,790)
销售费用	(97)	(127)	(128)	(130)	(131)
行政费用	(1,091)	(1,019)	(1,030)	(1,040)	(1,050)
财务开支	(349)	(432)	(441)	(450)	(459)
其他收入	336	274	277	279	282
其他亏损净额	(208)	(258)	(261)	(264)	(266)
税前盈利	5,105	1,935	3,210	4,417	5,350
所得税	(797)	(526)	(738)	(1,016)	(1,230)
少数股东应占利润	465	401	371	510	618
归属股东净利润	3,843	1,008	2,101	2,891	3,501
折旧及摊销	1,654	2,025	2,066	2,107	2,149
EBITDA	3,560	195	1,437	2,609	3,508
增长					
总收入 (%)	-	-9%	4%	15%	18%
EBITDA (%)	-	-95%	637%	82%	34%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	2,572	822	2,897	2,873	2,643
应收账款	10,427	11,588	11,820	12,056	12,297
存货	1912	2856	2913	2971	3031
其他流动资产	3,157	2,297	2,343	2,390	2,438
流动资产	18,067	17,563	19,973	20,291	20,409
固定资产	33,311	36,168	35,829	37,676	39,822
其他固定资产	3,694	3,202	3,266	3,331	3,398
非流动资产	37,004	39,370	39,095	41,008	43,220
总资产	55,072	56,932	59,068	61,298	63,629
流动负债	15,698	15,344	15,651	15,964	16,283
应付账款	7,572	7,132	7,275	7,420	7,569
短期银行贷款	6,274	6,143	6,266	6,391	6,519
其他短期负债	1,853	2,068	2,110	2,152	2,195
非流动负债	4,878	7,181	7,540	7,917	8,313
长期银行贷款	3,300	5,497	5,772	6,060	6,363
其他负债	1,579	1,684	1,768	1,857	1,949
总负债	20,577	22,525	23,191	23,881	24,596
少数股东权益	5,357	5,356	5,410	5,464	5,518
股东权益	29,138	29,052	30,467	31,954	33,515
每股账面值(元)	3.27	3.25	3.36	3.52	3.69
营运资金	2,369	2,219	4,322	4,327	4,126

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	15%	1%	6%	10%	11%
净利率 (%)	16%	5%	9%	11%	11%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	3%
实际税率 (%)	16%	27%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	0%
库存周转	30	30	31	32	33
应付账款天数	152	152	152	152	152
应收账款天数	140	140	140	140	140
ROE (%)	13%	3%	7%	9%	10%
ROA (%)	7%	2%	4%	5%	6%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.44	0.39	0.38	0.43	0.48
总资产/股本	1.89	1.96	1.94	1.92	1.90
收入对利息倍数	(69.3)	(50.7)	(51.5)	(58.0)	(67.0)

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,560	195	1,437	2,609	3,508
融资成本	(421)	(477)	(441)	(450)	(459)
营运资金变化	-	(150)	2,103	5	(201)
所得税	(841)	(951)	(1,555)	(1,872)	(2,120)
营运现金流	5,305	1,235	4,224	5,165	5,902
资本开支	(8,695)	(4,602)	(4,695)	(5,164)	(5,267)
其他投资活动	(724)	833	850	867	884
投资活动现金流	(9,419)	(3,769)	(3,845)	(4,297)	(4,383)
负债变化	2,243	2,252	2,297	49	(330)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,758)	(1,724)	(862)	(1,207)	(1,689)
其他融资活动	1,489	245	250	255	260
融资活动现金流	1,974	773	1,685	(903)	(1,760)
现金变化	(2,140)	(1,761)	2,065	(34)	(241)
期初持有现金	4,766	2,572	822	2,897	2,873
汇率变动	(54)	10	10	10	10
期末持有现金	2,572	822	2,897	2,873	2,643

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>