

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 3.09	港元 3.70↓	+19.7%

2025年8月4日

信义光能 (968 HK)

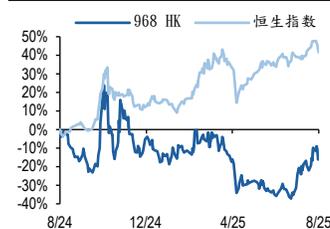
盈利超预告中值，多晶硅产能收储利好公司收回投资成本

- 盈利超预告中值 6%：**公司 1H25 收入/盈利 109 亿元/7.5 亿元（人民币，下同），同比降 6.5%/58.8%，盈利超预告中值 6%。光伏玻璃收入降 7.3% 至 94.7 亿元，其中因关税推动美国客户囤货致北美及欧洲收入大增 224% 至 7.6 亿元；销量增长 17.5%（主要通过降库存，期末存货环比降 31%），平均售价下跌 21%，毛利率降 10.1 个百分点至 11.4%，并对闲置窑炉计提 3.1 亿元固定资产减值。光伏发电收入增 0.7% 至 14.4 亿元，因限电增加，毛利率降 2.0 个百分点至 63.5%。6 月发行首期 8 亿元 3 年熊猫债，利率仅 2.1%，期末人民币借款占比升至 98%，推动平均借款利率环降 0.67 个百分点至 2.58%。财务/行政费用同比降 22%/19%。公司今年尚无点火光伏玻璃产能并在 7 月冷修 2*900 吨，在产产能降至 2.14 万吨，产量指引下调 10%。印尼 2 条新产线在建，预计 1Q26 投产。
- 行业大幅减产光伏玻璃价格将见底回升：**中国内地光伏抢装结束后需求下降，光伏玻璃供给则在 6 月前增加，导致供需差扩大，2.0 毫米玻璃每平方米价格由 4 月高点的 14.25 元跌至 7 月的 10.5 元，全行业再度陷入亏损。6 月以来行业大幅减产，内地在产产能已由 5 月底的 10.0 万吨降至目前的 8.9 万吨，后续或仍将有较大规模减产。在供给减少及组件客户低价囤货的共同推动下，行业库存天数由 7 月高点的 36 天快速降至月底的 29 天，我们预计 8 月起玻璃价格将见底回升。
- 多晶硅产能收储利好公司收回投资成本：**目前多晶硅产能收储计划正在商议中。据媒体报道，收购价格有望达 6-8 万元/吨，被收购方包括公司持股 52% 的子公司信义硅业尚未投产的 6 万吨产能。若计划顺利推进，公司有望收回 19-25 亿元资金，基本覆盖投资成本，我们认为对其十分有利。
- 光伏供给侧迎转机，维持买入：**7 月 1 日中央财经委第六次会议召开，7 月 3 日工信部部长主持召开光伏企业座谈会，强调综合治理光伏行业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。基于不得低于成本销售的政策要求，光伏主材价格大涨，我们关注该要求会否推广至光伏玻璃。我们下调 2025-27 年盈利 48%/29%/25%，估值由 1.2 倍市账率下调至 1.0 倍，并切换至 2026 年，下调目标价至 3.70 港元（原 4.28 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)	4.49
52周低位 (港元)	2.28
市值 (百万港元)	28,052.41
日均成交量 (百万)	137.83
年初至今变化 (%)	(1.59)
200天平均价 (港元)	2.91

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)	24,164	21,921	18,790	20,325	22,696
同比增长 (%)		-9.3	-14.3	8.2	11.7
净利润 (百万人民币)	3,843	1,008	1,228	2,513	3,132
每股盈利 (人民币)	0.43	0.11	0.14	0.28	0.34
同比增长 (%)		-74.3	21.8	104.7	24.6
前EPS预测值 (人民币)			0.24	0.37	0.43
调整幅度 (%)			-44.5	-24.4	-20.4
市盈率 (倍)	6.6	25.6	21.0	10.3	8.2
每股账面净值 (人民币)	3.27	3.20	3.27	3.41	3.59
市账率 (倍)	0.87	0.89	0.87	0.83	0.79
股息率 (%)	7.3	3.2	2.3	4.7	5.8

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)	1H24	2H24	1H25	同比(%)	环比(%)
营业收入	11,694	10,228	10,932	-6.5%	6.9%
营业成本	-8,554	-9,502	-8,933	4.4%	-6.0%
毛利	3,140	726	1,999	-36.4%	175.3%
其他收入	159	115	200	25.9%	74.5%
其他经营净收益	-37	-221	-67	79.0%	-69.8%
销售费用	-52	-75	-72	38.5%	-5.1%
行政费用	-547	-472	-445	-18.7%	-5.8%
固定资产减值损失	0	-393	-314	NM	-20.2%
应收账款减值损失	-19	3	-6	-66.0%	NM
经营利润	2,644	-317	1,296	-51.0%	NM
财务收入	18	5	6	-67.7%	21.3%
财务费用	-221	-211	-173	-21.7%	-18.0%
应占共同控制实体损益	14	4	14	6.7%	270.6%
除税前溢利	2,455	-520	1,143	-53.4%	NM
所得税	-467	-59	-140	-70.1%	136.2%
净利润	1,988	-579	1,003	-49.5%	NM
归母净利润	1,811	-803	746	-58.8%	NM
少数股东损益	177	224	257	45.3%	15.0%

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	684	718	798
单吨售价(人民币元)	3,272	2,631	2,300	2,400	2,450
营业收入(百万人民币)	21,359	18,820	15,721	17,237	19,551
毛利率(%)	21.6	7.6	9.0	15.0	17.0
光伏发电					
新增装机量(兆瓦)	945	300	-	200	200
累计装机量(兆瓦)	5,519	5,819	5,819	6,019	6,219
营业收入(百万人民币)	2,691	3,017	2,985	3,004	3,061
毛利率(%)	68.5	67.3	65.0	64.0	64.0

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
2380 HK	中国电力	买入	3.05	3.77	23.6%	2025年05月27日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.37	3.03	27.8%	2025年05月02日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.99	7.81	11.7%	2025年04月30日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.26	2.65	17.3%	2025年03月31日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.14	23.06	20.5%	2025年03月21日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	75.30	72.50	-3.7%	2025年04月28日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	44.08	43.30	-1.8%	2025年04月29日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	6.72	6.28	-6.5%	2025年04月02日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.16	1.49	28.4%	2025年03月31日	光伏制造（多晶硅）
968 HK	信义光能	买入	3.09	3.70	19.7%	2025年08月04日	光伏制造（光伏玻璃）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.66	11.45	7.4%	2025年07月18日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	4.88	3.47	-28.9%	2025年04月01日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	43.38	49.82	14.8%	2025年07月16日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	14.64	16.50	12.7%	2025年07月09日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	1.22	1.17	-4.1%	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8月1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	24,164	21,921	18,790	20,325	22,696
主营业务成本	(17,698)	(18,055)	(15,418)	(15,800)	(17,396)
毛利	6,466	3,866	3,372	4,525	5,300
销售及管理费用	(1,188)	(1,146)	(1,015)	(1,050)	(1,142)
其他经营净收入/费用	336	274	301	331	365
经营利润	5,614	2,994	2,659	3,807	4,522
财务成本净额	(318)	(409)	(298)	(238)	(196)
应占联营公司利润及亏损	26	17	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(217)	(667)	(320)	(10)	(10)
税前利润	5,105	1,935	2,040	3,558	4,317
税费	(797)	(526)	(326)	(569)	(691)
非控股权益	(465)	(401)	(486)	(476)	(494)
净利润	3,843	1,008	1,228	2,513	3,132
作每股收益计算的净利润	3,843	1,008	1,228	2,513	3,132

资产负债表 (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	2,572	822	704	762	851
应收账款及票据	10,894	11,869	11,357	11,939	12,549
存货	1,912	2,856	1,788	1,831	2,028
其他流动资产	2,689	2,016	2,002	1,989	1,977
总流动资产	18,067	17,563	15,851	16,521	17,404
物业、厂房及设备	33,311	36,168	36,439	36,560	36,534
无形资产	2,153	2,175	2,112	2,048	1,984
合资企业/联营公司投资	314	244	244	244	244
其他长期资产	1,227	782	782	782	782
总长期资产	37,004	39,370	39,576	39,634	39,544
总资产	55,072	56,932	55,427	56,155	56,948
短期贷款	6,351	6,215	3,451	2,195	684
应付账款	7,649	7,212	7,572	7,951	8,348
其他短期负债	1,698	1,917	1,934	1,994	2,025
总流动负债	15,698	15,344	12,957	12,140	11,058
长期贷款	4,143	6,328	6,328	6,328	6,328
长期应付账款	560	702	702	702	702
其他长期负债	176	150	150	150	150
总长期负债	4,878	7,181	7,181	7,181	7,181
总负债	20,577	22,525	20,138	19,321	18,238
股本	723	739	739	739	739
储备及其他资本项目	28,415	28,313	28,951	30,258	31,886
股东权益	29,138	29,052	29,690	30,997	32,625
非控股权益	5,357	5,356	5,599	5,837	6,085
总权益	34,495	34,408	35,289	36,834	38,710

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	5,105	1,935	2,040	3,558	4,317
合资企业/联营公司收入调整	(26)	(17)	0	0	0
折旧及摊销	1,654	2,025	2,411	2,560	2,709
营运资本变动	(542)	(2,261)	1,958	(186)	(379)
利息调整	318	409	298	238	196
税费	(841)	(951)	(326)	(569)	(691)
其他经营活动现金流	(363)	94	(335)	(275)	(233)
经营活动现金流	5,305	1,235	6,047	5,327	5,919
资本开支	(8,944)	(4,702)	(2,589)	(2,589)	(2,589)
其他投资活动现金流	(475)	932	21	20	20
投资活动现金流	(9,419)	(3,769)	(2,568)	(2,569)	(2,569)
负债净变动	2,243	2,252	(2,764)	(1,256)	(1,511)
权益净变动	24	27	0	0	0
股息	(1,418)	(1,584)	(832)	(1,444)	(1,750)
其他融资活动现金流	1,125	78	0	0	0
融资活动现金流	1,974	773	(3,596)	(2,701)	(3,261)
汇率收益/损失	(54)	10	0	0	0
年初现金	4,766	2,572	822	704	762
年末现金	2,572	822	704	762	851

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	0.432	0.111	0.135	0.277	0.345
全面摊薄每股收益	0.432	0.111	0.135	0.277	0.345
每股股息	0.208	0.091	0.065	0.133	0.166
每股账面值	3.273	3.200	3.270	3.414	3.594
利润率分析(%)					
毛利率	26.8	17.6	17.9	22.3	23.4
EBITDA利润率	29.3	19.9	25.3	31.3	31.8
EBIT利润率	22.4	10.7	12.4	18.7	19.9
净利率	15.9	4.6	6.5	12.4	13.8
盈利能力(%)					
ROA	10.3	4.2	4.2	6.8	8.0
ROE	13.1	3.5	4.2	8.3	9.8
ROIC	11.3	3.9	4.3	7.2	8.5
其他					
净负债权益比(%)	23.0	34.1	25.7	21.1	15.9
利息覆盖率	16.3	9.0	14.5	23.8	32.1
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.6
存货周转天数	40.6	48.2	55.0	41.8	40.5
应收账款周转天数	161.0	189.5	225.6	209.2	196.9

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9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；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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股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，并可能受递送延误、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。