

新能源	收盘价 港元 3.46	目标价 港元 3.67↓	潜在涨幅 +6.1%
-----	----------------	-----------------	---------------

2026年3月2日

## 信义光能 (968 HK)

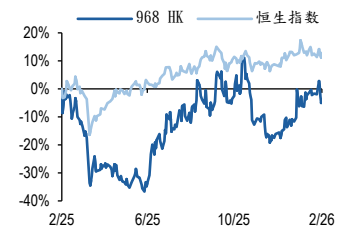
### 减值影响业绩，产能出清仍需时间；下调至中性

- ⊕ **减值影响业绩，光伏玻璃毛利率大幅提升：**公司 2025 年收入/盈利 208 亿元/8.44 亿元（人民币，下同），同比降 5%/16%，其中下半年盈利 0.99 亿元，低于我们预期，主因全年计提固定资产减值 23.2 亿元（其中光伏玻璃 7.2 亿元、持股 52% 的多晶硅项目 16.0 亿元），剔除减值影响后盈利约 20 亿元。光伏玻璃收入降 5% 至 178 亿元，产量降 10%，但产销率大幅提升推动销量增长 4%，平均售价跌 9%，但因成本下降和海外收入占比提升，毛利率提高 4.4ppts 至 14.1%，其中下半年高达 17.1%，同/环比提高 21.5/5.7ppts。光伏发电收入降 1% 至 30 亿元，毛利率降 2.6ppts 至 64.8%。2025 年公司冷修 1800 吨玻璃产能，年底在产产能降至 21400 吨，2026 年计划点火 2400 吨，产量指引同比增长 3%。
- ⊕ **海外收入快速增长，印尼产能陆续投产：**2025 年公司光伏玻璃海外收入大增 36%，其中北美及欧洲大增 126%，海外收入占比提升 10.2 个百分点至 33.5%。公司首条印尼产线已于 1 月中旬点火，第二条计划于 5-6 月点火，全部点火后海外在产产能将由 2025 年底的 3400 吨增至 5800 吨。海外产能产品售价明显高于国内，其占比提升将拉动公司毛利率。同时，我国光伏组件和玻璃出口退税将于 4 月 1 日起取消，将扩大海外玻璃产能的外销成本优势，并将加速组件海外建厂，增加对海外玻璃产能需求。
- ⊕ **玻璃价格大幅回落，产能出清仍需时间：**尽管组件客户囤积光伏玻璃导致其价格一度大幅反弹，但随着组件减产和消耗囤积的玻璃库存而减少采购，行业库存天数由 9 月底的 15 天快速反弹至春节前的 35 天，11 月起玻璃价格重回下跌趋势，2.0 毫米玻璃每平米价格由 10 月的 13 元跌至目前的 10.5 元，全行业再此回到亏损阶段。但目前在产产能大多为运营时间较短的低成本产能，进一步冷修意愿不高，而已建成产能仍在陆续投产，导致在产产能 10 月来仅小幅下降，我们认为产能出清仍需时间。公司预计出口退税抢出口结束后需求将减弱，价格或将进一步下跌。
- ⊕ **下调至中性：**我们下调 2026/27 年盈利 14%/20%，因产能出清慢于预期，将估值基准由 1.0 倍 2026 年市账率下调至 0.95 倍，更新目标价至 3.67 港元（原 3.70 港元）。当前上涨空间有限，下调至评级至中性。

#### 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)	4.00
52周低位 (港元)	2.28
市值 (百万港元)	31,648.76
日均成交量 (百万)	73.96
年初至今变化 (%)	16.50
200天平均价 (港元)	3.39

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	21,921	20,861	19,564	20,259	22,378
同比增长 (%)		-4.8	-6.2	3.6	10.5
净利润 (百万人民币)	1,008	845	2,168	2,539	3,093
每股盈利 (人民币)	0.11	0.09	0.24	0.28	0.34
同比增长 (%)		-16.9	156.7	17.1	21.8
前EPS预测值 (人民币)			0.28	0.34	
调整幅度 (%)			-14.4	-19.5	
市盈率 (倍)	27.3	32.8	12.8	10.9	9.0
每股账面净值 (人民币)	3.20	3.26	3.38	3.52	3.70
市账率 (倍)	0.95	0.93	0.90	0.86	0.82
股息率 (%)	3.0	1.5	3.8	4.5	5.5

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

	2H24	1H25	2H25	同比(%)	环比(%)
<b>(百万人民币)</b>					
营业收入	10,228	10,932	9,929	-2.9%	-9.2%
营业成本	-9,502	-8,933	-7,467	-21.4%	-16.4%
毛利	726	1,999	2,462	239.3%	23.2%
其他收入	115	200	114	-0.7%	-43.1%
其他经营净收益	-221	-67	198	NM	NM
销售费用	-75	-72	-40	-46.7%	-43.9%
行政费用	-472	-445	-554	17.4%	24.6%
固定资产减值损失	-393	-314	-2,008	411.1%	540.1%
应收账款减值损失	3	-6	-9	NM	46.5%
<b>经营利润</b>	<b>-317</b>	<b>1,296</b>	<b>163</b>	<b>NM</b>	<b>-87.4%</b>
财务收入	5	6	12	152.8%	108.5%
财务费用	-211	-173	-167	-21.1%	-3.7%
应占共同控制实体损益	4	14	0	NM	NM
除税前溢利	-520	1,143	9	NM	-99.2%
所得税	-59	-140	-352	495.6%	152.1%
净利润	-579	1,003	-344	-40.6%	NM
少数股东损益	-224	-257	442	NM	NM
<b>归母净利润</b>	<b>-803</b>	<b>746</b>	<b>99</b>	<b>NM</b>	<b>-86.8%</b>

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	2025	2026E	2027E	2028E
<b>光伏玻璃</b>						
销量(万吨)	653	715	745	704	718	790
单吨售价(人民币元)	3,272	2,631	2,392	2,350	2,400	2,450
营业收入(百万人民币)	21,359	18,820	17,832	16,542	17,237	19,355
毛利率(%)	21.6	7.6	14.1	13.0	15.0	17.0
<b>光伏发电</b>						
累计装机量(兆瓦)	5,519	5,819	5,821	5,821	5,821	5,821
营业收入(百万人民币)	2,691	3,017	2,994	2,986	2,986	2,986
毛利率(%)	68.5	67.3	64.8	64.0	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：交银国际新能源及公用事业行业覆盖公司

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
2688 HK	新奥能源	买入	68.80	73.66	7.1%	2025年08月28日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	8.39	8.85	5.5%	2025年08月20日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	20.98	16.50	-21.4%	2025年08月29日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	8.10	6.80	-16.0%	2025年06月30日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	12.78	8.40	-34.3%	2025年08月27日	能源设备
836 HK	华润电力	买入	18.68	21.05	12.7%	2026年01月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.91	2.75	44.0%	2025年08月29日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.37	3.12	31.6%	2025年08月27日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.28	3.75	14.3%	2025年08月22日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.57	8.23	8.7%	2025年08月21日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	144.50	220.00	52.2%	2025年10月30日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	87.10	58.00	-33.4%	2025年10月30日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.20	1.54	28.3%	2025年10月20日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	7.16	8.62	20.4%	2025年09月01日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	中性	3.46	3.67	6.1%	2026年03月02日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.85	12.05	11.1%	2025年10月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.02	3.71	-7.7%	2025年09月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
600732 CH	爱旭股份	买入	14.52	18.80	29.5%	2025年10月31日	光伏制造 (电池片)
002865 CH	钧达股份	买入	92.94	46.34	-50.1%	2025年10月28日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.27	1.28	0.8%	2025年08月04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2026年3月2日

## 财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	21,921	20,861	19,564	20,259	22,378
主营业务成本	(18,055)	(16,400)	(15,490)	(15,750)	(17,163)
<b>毛利</b>	<b>3,866</b>	<b>4,461</b>	<b>4,074</b>	<b>4,509</b>	<b>5,214</b>
销售及管理费用	(1,146)	(1,111)	(1,019)	(1,035)	(1,123)
其他经营净收入/费用	274	314	314	314	314
<b>经营利润</b>	<b>2,994</b>	<b>3,665</b>	<b>3,370</b>	<b>3,788</b>	<b>4,405</b>
财务成本净额	(409)	(321)	(226)	(181)	(139)
应占联营公司利润及亏损	17	14	14	14	14
其他非经营净收入/费用	(667)	(2,206)	(10)	(10)	(10)
<b>税前利润</b>	<b>1,935</b>	<b>1,152</b>	<b>3,148</b>	<b>3,612</b>	<b>4,271</b>
税费	(526)	(492)	(504)	(578)	(683)
非控股权益	(401)	185	(476)	(494)	(494)
<b>净利润</b>	<b>1,008</b>	<b>845</b>	<b>2,168</b>	<b>2,539</b>	<b>3,093</b>
作每股收益计算的净利润	1,008	845	2,168	2,539	3,093

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	822	4,986	2,935	2,026	2,238
应收账款及票据	11,869	11,767	11,602	11,718	12,071
存货	2,856	1,735	1,799	2,093	2,295
其他流动资产	2,016	1,745	1,723	1,703	1,684
<b>总流动资产</b>	<b>17,563</b>	<b>20,234</b>	<b>18,059</b>	<b>17,540</b>	<b>18,288</b>
物业、厂房及设备	36,168	32,769	32,711	32,084	31,351
无形资产	2,175	2,191	2,127	2,063	1,999
合资企业/联营公司投资	244	752	766	780	795
其他长期资产	782	971	971	971	971
<b>总长期资产</b>	<b>39,370</b>	<b>36,683</b>	<b>36,575</b>	<b>35,898</b>	<b>35,116</b>
<b>总资产</b>	<b>56,932</b>	<b>56,916</b>	<b>54,634</b>	<b>53,438</b>	<b>53,404</b>
短期贷款	6,215	5,260	3,285	2,060	1,654
应付账款	7,212	5,909	5,318	4,786	4,308
其他短期负债	1,917	2,083	2,023	2,041	2,068
<b>总流动负债</b>	<b>15,344</b>	<b>13,252</b>	<b>10,626</b>	<b>8,888</b>	<b>8,030</b>
长期贷款	6,328	7,860	6,860	5,860	4,860
长期应付账款	702	666	666	666	666
其他长期负债	150	202	202	202	202
<b>总长期负债</b>	<b>7,181</b>	<b>8,728</b>	<b>7,728</b>	<b>6,728</b>	<b>5,728</b>
<b>总负债</b>	<b>22,525</b>	<b>21,980</b>	<b>18,354</b>	<b>15,616</b>	<b>13,757</b>
股本	739	745	745	745	745
储备及其他资本项目	28,313	29,087	30,192	31,487	33,065
<b>股东权益</b>	<b>29,052</b>	<b>29,832</b>	<b>30,937</b>	<b>32,233</b>	<b>33,810</b>
非控股权益	5,356	5,105	5,343	5,590	5,837
<b>总权益</b>	<b>34,408</b>	<b>34,936</b>	<b>36,280</b>	<b>37,822</b>	<b>39,647</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	1,935	1,152	3,148	3,612	4,271
合资企业/联营公司收入调整	(17)	(14)	(14)	(14)	(14)
折旧及摊销	2,025	2,084	2,379	2,497	2,602
营运资本变动	(2,261)	2,000	(549)	(923)	(1,007)
利息调整	409	321	226	181	139
税费	(951)	(492)	(504)	(578)	(683)
其他经营活动现金流	94	606	(291)	(226)	(180)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,235</b>	<b>5,656</b>	<b>4,395</b>	<b>4,548</b>	<b>5,126</b>
资本开支	(4,702)	(1,749)	(2,232)	(1,786)	(1,786)
其他投资活动现金流	932	0	61	45	40
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,769)</b>	<b>(1,749)</b>	<b>(2,172)</b>	<b>(1,741)</b>	<b>(1,745)</b>
负债净变动	2,252	576	(2,975)	(2,225)	(1,406)
权益净变动	27	25	0	0	0
股息	(1,584)	(1,000)	(1,300)	(1,491)	(1,763)
其他融资活动现金流	78	660	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>773</b>	<b>261</b>	<b>(4,275)</b>	<b>(3,716)</b>	<b>(3,169)</b>
汇率收益/损失	10	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,572</b>	<b>822</b>	<b>4,986</b>	<b>2,935</b>	<b>2,026</b>
<b>年末现金</b>	<b>822</b>	<b>4,986</b>	<b>2,935</b>	<b>2,026</b>	<b>2,238</b>

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.111	0.092	0.237	0.278	0.338
全面摊薄每股收益	0.111	0.092	0.237	0.278	0.338
每股股息	0.091	0.045	0.116	0.136	0.166
每股账面值	3.200	3.261	3.382	3.524	3.696
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	17.6	21.4	20.8	22.3	23.3
EBITDA利润率	19.9	17.1	29.4	31.0	31.3
EBIT利润率	10.7	7.1	17.2	18.7	19.7
净利率	4.6	4.0	11.1	12.5	13.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.2	2.6	6.1	7.1	8.3
ROE	3.5	2.9	7.1	8.0	9.4
ROIC	3.9	1.9	6.5	7.3	8.5
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	34.1	23.3	19.9	15.6	10.8
利息覆盖率	9.0	11.1	22.9	31.3	44.1
流动比率	1.1	1.5	1.7	2.0	2.3
存货周转天数	48.2	51.1	41.6	45.1	46.7
应收账款周转天数	189.5	206.8	218.0	210.1	194.0

## 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**

2026年3月2日

信义光能 (968 HK)

## 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、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、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、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司及南京埃斯顿自动化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及光大证券股份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。**