

买入

24 年盈利预警，行业拐点渐行渐进

信义光能 (0968.HK)

2025-01-07 星期二

投资要点

目标价: **4.33 港元**
 现价: 3.14 港元
 预计升幅: 38%

➤ 2024 年盈利同比下跌 70-80%，资产存货减值影响较大：

公司发布负面盈利预告，预计 2024 年归母净利润同比减少 70-80%，根据公司 2023 年归母净利润 41.87 亿港元测算，预计公司 2024 年归母净利润为 8.37-12.56 亿港元（中值为 10.47 亿港元）。2024 年上半年盈利 19.63 亿港元，测算得出 2024 年下半年亏损 7.07-11.26 亿港元（中值亏损为 9.16 亿港元）。

公司盈利大幅大跌主要因为：1) 光伏玻璃供求失衡导致 2H24 玻璃价格同比大幅下跌，公司收益及毛利相应下降；2) 公司对暂停运营或正在维修的光伏玻璃生产线作出减值拨备；3) 由于光伏玻璃价格下跌，公司作出存货撇减拨备。公司盈利大幅下降逊市场预期，但整体看来，基于公司的规模成本优势，预计亏损幅度要明显小于二三线企业。

➤ 光伏玻璃行业冷修减产力度大，库存下行后价格拐点可期：

隆众资讯数据显示，截至 1 月 3 日，国内光伏玻璃 2.0mm 镀膜（面板）主流价格为 12 元/平米，环比上周持平；3.2mm 镀膜主流价格为 19.5 元/平米，亦环比上周持平。由于前期行业冷修减少力度较大，11-12 月以来库存开始小幅下行。但因为 2025Q1 春节因素加上行业淡季，需求不济，预计产业链整体开工率下调，发货节奏将放缓，2025Q1 光伏玻璃价格上涨仍有压力。但基于行业目前亏损情况，玻璃厂商处于挺价阶段，短期价格或以稳为主。整体判断，2025 年随着供给端产能出清，加上 Q1 淡季过后 Q2 需求复苏，行业供需格局有望好转，行业进入去库存阶段后，光伏玻璃价格将理性回归，价格和盈利拐点渐行渐进。

➤ 更新目标价 4.33 港元，维持买入评级：

我们更新目标价至 4.33 港元，相当于 2025 年和 2026 年 15 倍和 13 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，维持买入评级。

重要数据

日期	2025-01-06
收盘价 (港元)	3.14
总股本 (亿股)	90.78
总市值 (亿港元)	285
净资产 (百万港元)	37,494
总资产 (百万港元)	62,465
52 周高低 (港元)	6.44/2.73
每股净资产 (港元)	3.57

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

信义集团(玻璃)有限公司 (26.38%)
 李贤义及关连人士 (10.34%)

相关报告

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

研究部

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

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	20,544	26,629	23,948	25,528	29,392
同比增长(%)	27.9%	29.6%	-10.1%	6.6%	15.1%
净利润	3,820	4,187	1,053	2,578	2,975
同比增长(%)	-22.4%	9.6%	-74.9%	144.9%	15.4%
每股盈利 (港仙)	42.95	47.04	11.82	28.96	33.42
PE@3.14HKD	7.3	6.7	26.6	10.8	9.4
每股股息 (港仙)	20.00	22.50	5.44	13.32	15.37
股息率	6.4%	7.2%	1.7%	4.2%	4.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024 年盈利同比下跌 70-80%，資產存貨減值影響較大：

公司發布負面盈利預告，預計 2024 年歸母淨利潤同比減少 70-80%，根據公司 2023 年歸母淨利潤 41.87 億港元測算，預計公司 2024 年歸母淨利潤為 8.37-12.56 億港元（中值為 10.47 億港元）。2024 年上半年盈利 19.63 億港元，測算得出 2024 年下半年虧損 7.07-11.26 億港元（中值虧損為 9.16 億港元）。

公司盈利大幅大跌主要因為：1) 光伏玻璃供求失衡導致 2H24 玻璃價格同比大幅下跌，公司收益及毛利相應下降；2) 公司對暫停運營或正在維修的光伏玻璃生產線作出減值撥備；3) 由於光伏玻璃價格下跌，公司作出存貨撇減撥備。

公司盈利大幅下降遜市場預期，但整體看來，基於公司的規模成本優勢，預計虧損幅度要明顯小於二三線企業。

光伏玻璃行業冷修減產力度大，庫存下行後價格拐點可期：

隆眾資訊數據顯示，截至 1 月 3 日，國內光伏玻璃 2.0mm 鍍膜（面板）主流價格為 12 元/平方米，環比上周持平；3.2mm 鍍膜主流價格為 19.5 元/平方米，亦環比上周持平。由於前期行業冷修減少力度較大，11-12 月以來庫存開始小幅下行。但因為 2025Q1 春節因素加上行業淡季，需求不濟，預計產業鏈整體開工率下調，發貨節奏將放緩，2025Q1 光伏玻璃價格上漲仍有壓力。但基於行業目前虧損情況，玻璃廠商處於挺價階段，短期價格或以穩為主。

整體判斷，2025 年隨着供給端產能出清，加上 Q1 淡季過後 Q2 需求復蘇，行業供需格局有望好轉，行業進入去庫存階段後，光伏玻璃價格將理性回歸，價格和盈利拐點漸行漸進。

更新目標價 4.33 港元，維持買入評級：

我們更新目標價至 4.33 港元，相當於 2025 年和 2026 年 15 倍和 13 倍 PE，目標價較現價有 38% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

光伏裝機需求、組件企業排產不及預期

原材料及燃料成本上漲，光伏玻璃價格下跌超出預期

產能出清不及預期

表1：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	19.07	410	16.2	24.6	17.0	12.7	2.0	1.9	1.7	1.5
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	14.78	29	35.2	-205.8	98.3	20.1	0.9	0.9	1.0	0.9
	000012.SZ	南玻A	CNY	5.12	124	9.5	17.5	14.7	10.0	1.1	1.1	1.1	1.1
平均						20.3	-54.6	43.3	14.3	1.4	1.3	1.3	1.2
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	11.56	443	8.9	15.7	11.7	8.9	1.1	1.1	1.0	0.9
	3868.HK	信义能源	HKD	0.76	64	6.4	6.6	5.5	4.9	0.5	0.5	0.4	0.4
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	3.10	5	-2.1	-	-	-	0.3	0.3	0.3	0.3
平均						4.4	11.1	8.6	6.9	0.6	0.6	0.6	0.5
	0968.HK	信义光能	HKD	3.14	285	6.7	26.6	10.8	9.4	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	20,544	26,629	23,948	25,528	29,392
经营成本	(14,386)	(19,539)	(19,517)	(19,912)	(23,220)
销售费用	(91)	(106)	(117)	(128)	(141)
行政费用	(979)	(1,204)	(974)	(874)	(1,007)
财务开支	(168)	(349)	(363)	(381)	(367)
应占合营公司溢利	31	28	29	29	30
应占联营公司溢利	0	0	0	0	0
税前盈利	5,181	5,571	1,356	3,408	3,933
所得税	(835)	(871)	(203)	(511)	(590)
少数股东应占利润	526	513	100	319	368
归属股东净利润	3,820	4,187	1,053	2,578	2,975
折旧及摊销	1,490	1,735	1,767	1,803	1,839
EBITDA	3,919	4,264	40	2,086	2,573
增长					
总收入 (%)	28%	30%	-10%	7%	15%
EBITDA (%)	-34%	9%	-99%	5111%	23%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	5,326	2,822	1,792	3,992	4,108
应收账款	7,216	8,083	8,943	10,935	13,384
存货	2029	2098	2098	2098	2098
其他流动资产	4,537	6,819	6,786	6,754	9,407
流动资产	19,108	19,822	19,619	23,779	28,997
固定资产	27,438	36,560	36,560	36,560	36,560
其他固定资产	4,027	4,049	4,102	4,156	4,211
非流动资产	31,465	40,609	40,662	40,716	40,771
总资产	50,573	60,431	60,281	64,494	69,767
流动负债	10,610	17,223	14,678	14,104	11,513
应付帐款	5,422	8,307	5,761	5,185	2,593
短期银行贷款	4,358	6,883	6,883	6,883	6,883
其他短期负债	831	2,033	2,034	2,036	2,038
非流动负债	4,733	5,352	4,427	4,427	4,427
长期银行贷款	3,674	3,620	3,620	3,620	3,620
其他负债	1,059	1,732	807	807	807
总负债	15,344	22,575	19,106	18,531	15,940
少数股东权益	5,483	5,884	8,743	12,490	18,376
股东权益	29,748	31,975	32,432	33,474	35,451
每股账面值(港元)	3.96	4.26	4.63	5.16	6.05
营运资金	8,498	2,599	4,940	9,675	17,483

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	19%	16%	0%	8%	9%
净利率 (%)	19%	16%	4%	10%	10%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	4%	3%	3%
实际税率 (%)	16%	16%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
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%	13%	3%	8%	8%
ROA (%)	8%	8%	2%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
收入/总资产	0.41	0.44	0.40	0.40	0.42
总资产/股本	1.70	1.89	1.86	1.93	1.97
收入对利息倍数	(122.6)	(76.2)	(65.9)	(66.9)	(80.0)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	3,919	4,264	40	2,086	2,573
融资成本	198	384	391	399	407
营运资金变化	(4,611)	(5,899)	2,341	4,734	7,809
所得税	(742)	(929)	(203)	(511)	(590)
营运现金流	5,892	5,790	(515)	2,113	(871)
资本开支	(6,646)	(9,877)	(5,076)	(4,596)	(2,435)
其他投资活动	192	(524)	29	30	31
投资活动现金流	(6,454)	(10,400)	(5,046)	(4,565)	(2,404)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	(889)	(890)	(890)
股息	(2,281)	(1,930)	(500)	(530)	(1,332)
其他融资活动	1,206	4,123	6,006	6,159	5,700
融资活动现金流	(1,075)	2,193	4,617	4,739	3,477
现金变化	(1,637)	(2,417)	(944)	2,287	202
期初持有现金	7,458	5,326	2,822	1,792	3,992
汇率变动	(495)	(86)	(86)	(86)	(86)
期末持有现金	5,326	2,822	1,792	3,992	4,108

投资评级定义和免责条款

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>