

持有

期待下半年光伏玻璃价格触底回升

信义光能 (0968.HK)

2025-8-4 星期一

【投资要点】

目标价: 3.53 港元

现价: 3.09 港元

预计升幅: 14%

重要数据

日期	2025-8-1
收盘价(港元)	3.09
总股本(亿股)	90.78
总市值(亿港元)	281
净资产(亿元)	355
总资产(亿元)	587
52周高低(港元)	4.73/2.22
每股净资产(元)	3.3

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-20250107/0612

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025年上半年盈利7.46亿元,同比下滑58.8%,环比扭亏为盈

2025年上半年,公司收益为人民币109.32亿元,同比减少6.5%;盈利7.46亿元,同比减少58.8%;基本每股盈利为人民币8.21分,中期股息4.2港仙。公司业绩下降主要因为光伏玻璃价格大幅下跌带来利润下滑,加上公司对光伏玻璃闲置产线计提减值所致。环比2024年下半年,公司上半年业绩显著改善,扭亏为盈,主要受益海外业务收入占比提升和盈利增长。期内公司光伏玻璃毛利率11.4%,同比下降10.1个百分点。上半年公司海外销售收入29.9亿元,同比增长22.4%,收入占比提升至31.6%。

➤ 光伏玻璃库存天数下降,预期下半年价格有望触底回升

继7月光伏玻璃价格下探至历史低位后,8月价格看涨预期明显增强。根据百川盈孚最新数据显示,8月4日国内光伏玻璃2.0mm镀膜(面板)市场参考价格为11元/平米,3.2mm镀膜市场参考价格为18.5元/平米,环比8月1日价格分别上涨0.5元/平米。7月中旬以来,受光伏“反内卷”政策加码,下游组件囤货动作较大,目前光伏玻璃库存天数由35天下降至29天左右。预期8月下游组件为后续旺季需求作储备,囤货预期持续,叠加近期成本端纯碱价格小幅上升带来成本支撑,预计8月价格开始触底回升。

➤ 主动缩减国内产能,印尼新产线2026年Q1投产

截至2025年6月底,公司光伏玻璃产能为23200吨/天,与2024年底持平。公司凭借市场份额和技术优势,现阶段主动收缩国内产能,7月冷修停产的两条900吨产线,未来复产情况未定,暂未计提减值。海外方面,公司已在马来西亚、印尼布局产能,印尼产能预计2026年Q1投产。公司海外选址时已充分评估国际关系及潜在贸易壁垒,未来将根据全球关税变化,评估是否继续扩大印尼产能或在其他区域新增产能。

➤ 给予“持有”评级,提升目标价至3.53港元/股

我们提升公司目标价至3.53港元/股,分别对应2025年和2026年20倍和14.3倍PE,目标价较现价有14%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	21,009	23,485	26,294
变动(%)	-	-9.3%	-4.2%	11.8%	12.0%
归属股东净利润	3,843	1,008	1,456	2,042	2,569
变动(%)	-	-73.8%	44.4%	40.3%	25.8%
基本每股盈利(分)	43.17	11.27	16.04	22.50	28.30
市盈率@3.09港元(倍)	6.5	24.9	17.5	12.5	9.9
每股股息(分)	22.50	10.00	7.00	9.82	12.35
股息现价比率(%)	8.0%	3.6%	2.5%	3.5%	4.4%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年上半年盈利 7.46 亿元，同比下滑 58.8%，环比扭亏为盈

2025 年上半年，公司收益为人民币 109.32 亿元，同比减少 6.5%；盈利 7.46 亿元，同比减少 58.8%；基本每股盈利为人民币 8.21 分，中期股息 4.2 港仙。公司业绩下降主要因为光伏玻璃价格大幅下跌带来利润下滑，加上公司对光伏玻璃闲置产线计提减值所致。环比 2024 年下半年，公司上半年业绩显著改善，扭亏为盈，主要受益海外业务收入占比提升和盈利增长。期内公司光伏玻璃毛利率 11.4%，同比下降 10.1 个百分点。上半年公司海外销售收入 29.9 亿元，同比增长 22.4%，收入占比提升至 31.6%。

➤ 光伏玻璃库存天数下降，预期下半年价格有望触底回升

继 7 月光伏玻璃价格下探至历史低位后，8 月价格看涨预期明显增强。根据百川盈孚最新数据显示，8 月 4 日国内光伏玻璃 2.0mm 镀膜（面板）市场参考价格为 11 元/平米，3.2mm 镀膜市场参考价格为 18.5 元/平米，环比 8 月 1 日价格分别上涨 0.5 元/平米。7 月中旬以来，受光伏“反内卷”政策加码，下游组件囤货动作较大，目前光伏玻璃库存天数由 35 天下降至 29 天左右。预期 8 月下游组件为后续旺季需求作储备，囤货预期持续，叠加近期成本端纯碱价格小幅上升带来成本支撑，预计 8 月价格开始触底回升。

➤ 主动缩减国内产能，印尼新产线 2026 年 Q1 投产

截至 2025 年 6 月底，公司光伏玻璃产能为 23200 吨/天，与 2024 年底持平。公司凭借市场份额和技术优势，现阶段主动收缩国内产能，7 月冷修停产的两条 900 吨产线，未来复产情况未定，暂未计提减值。海外方面，公司已在马来西亚、印尼布局产能，印尼产能预计 2026 年 Q1 投产。公司海外选址时已充分评估国际关系及潜在贸易壁垒，未来将根据全球关税变化，评估是否继续扩大印尼产能或在其他区域新增产能。

➤ 给予“持有”评级，提升目标价至 3.53 港元/股

我们提升公司目标价至 3.53 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 20 倍和 14.3 倍 PE，目标价较现价有 14% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

表 1：行业估值比较（20250801）

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	16.57	358	38.6	31.4	19.7	14.5	1.8	1.4	1.3	1.2
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	21.75	43	-34.2	122.4	27.1	24.2	1.4	1.5	1.4	1.4
	000012.SZ	南玻A	CNY	4.78	113	55.0	20.8	14.1	11.8	1.1	1.1	1.1	1.1
平均						19.8	58.2	20.3	16.8	1.4	1.3	1.3	1.2
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	10.66	393	23.0	23.6	14.7	10.2	1.1	1.0	0.9	0.9
	3868.HK	信义能源	HKD	1.22	103	12.1	9.8	9.3	8.9	0.7	0.7	0.6	0.6
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.30	4	-1.0	-	-	-	0.3	0.2	0.2	0.2
平均						11.4	16.7	12.0	9.5	0.7	0.6	0.6	0.6
	0968.HK	信义光能	HKD	3.09	281	24.9	17.5	12.5	9.9	0.9	0.8	0.8	0.8

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】

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	21,009	23,485	26,294
经营成本	(17,698)	(18,055)	(17,227)	(18,788)	(20,772)
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	2,224	3,120	3,925
所得税	(797)	(526)	(512)	(718)	(903)
少数股东应占利润	465	401	257	360	453
归属股东净利润	3,843	1,008	1,456	2,042	2,569
折旧及摊销	1,654	2,025	2,066	2,107	2,149
EBITDA	3,560	195	451	1,313	2,083
增长					
总收入 (%)	-	-9%	-4%	12%	12%
EBITDA (%)	-	-95%	131%	191%	59%
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	2,157	2,244	2,495
应收账款	10,427	11,588	11,820	12,056	12,297
存货	1,912	2,856	2,913	2,971	3,031
其他流动资产	3,157	2,297	2,343	2,390	2,438
流动资产	18,067	17,563	19,233	19,662	20,261
固定资产	33,311	36,168	36,569	38,305	39,970
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	39,834	41,636	43,368
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	3,583	3,698	3,978

财务分析					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	15%	1%	2%	6%	8%
净利率 (%)	16%	5%	7%	9%	10%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	4%
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%	5%	6%	8%
ROA (%)	7%	2%	3%	3%	4%
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	0.36	0.38	0.41
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)	(47.7)	(52.2)	(57.3)

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	451	1,313	2,083
融资成本	(421)	(477)	(441)	(450)	(459)
营运资金变化	-	(150)	1,363	116	280
所得税	(841)	(951)	(1,309)	(1,548)	(1,764)
营运现金流	5,305	1,235	3,485	4,193	4,834
资本开支	(8,695)	(4,602)	(4,695)	(4,929)	(4,683)
其他投资活动	(724)	833	850	867	884
投资活动现金流	(9,419)	(3,769)	(3,845)	(4,062)	(3,799)
负债变化	2,243	2,252	2,297	898	635
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	(54)	(795)
现金变化	(2,140)	(1,761)	1,325	77	240
期初持有现金	4,766	2,572	822	2,157	2,244
汇率变动	(54)	10	10	10	10
期末持有现金	2,572	822	2,157	2,244	2,495

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>