

信义能源 (3868 HK)

2022 年中期业绩持平，下半年争取完成更多并购

2022 年上半年股东净利润同比略逊预期

受惠于售电量增长，2022 年上半年公司收入同比上升 13.0%，但是股东净利润同比仅增加 0.4%至 6.23 亿元港币(下同)，略逊预期，主因包括：(一)折旧费用、人工及用电成本增加导致毛利率同比下跌 1.4 个百分点至 72.7%；(二)行政开支同比上涨 42.4%至 3,200 万元；(三)实质税率由去年同期的 14.2%增长至 20.6%，需支付全税率的项目由 4 个增加至 12 个(见图表 1)。

上半年项目并购放缓，下半年争取完成更多并购

受到疫情波动及建设成本上升的影响，上半年项目并购活动放缓。截至 7 月底，公司仅完成 170MW 项目并购，远低于 1,000MW 的全年容量并购目标。公司表示下半年争取完成更多并购。可是由于近月硅料价格大幅上涨增加光伏电站的开发成本，我们认为公司为了达到合理回报，全年实际并购容量最终有可能低于 1,000MW 目标。

调低盈利预测

基于上述因素，我们分别下调 2022-23 年股东净利润预测 5.5%及 5.3%(见图表 2)，并新增 2024 年预测 (见图表 2)。

降低目标价，下调评级至“增持”

我们相应将目标价由 6.17 港元降低至 4.53 港元，对应 21.5 倍 2023 年市盈率及 17.4%上升空间。目标 2023 年股息率达到 4.6% (见图表 3)。由于上升空间收窄，将评级由“买入”下调至“增持”。

风险提示：(一)项目并购延误；(二)市场激烈争取平价上网项目；(三)派息政策改变；(四)政策风险。

主要财务数据 (港币百万元) (更新于 2022 年 8 月 1 日)

年结:12 月 31 日	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
收入	1,722	2,297	2,742	3,180	3,576
增长率 (%)	8.1	33.4	19.4	16.0	12.4
股东净利润	922	1,232	1,277	1,538	1,823
增长率 (%)	3.5	33.7	3.7	20.4	18.5
每股盈利 (港币)	0.13	0.17	0.18	0.21	0.25
市盈率 (倍)	28.7	22.3	21.9	18.3	15.5
每股股息 (港币)	0.15	0.17	0.18	0.21	0.25
股息率 (%)	3.8	4.5	4.5	5.4	6.5
每股净资产 (港币)	1.69	1.77	2.10	2.54	3.03
市净率 (倍)	2.29	2.19	1.84	1.52	1.28

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

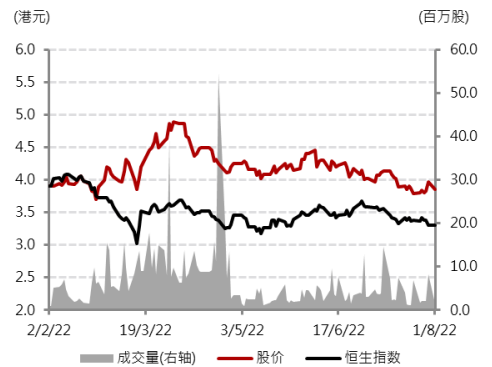
目标价：4.53 港元

股票资料 (更新至 2022 年 8 月 1 日)

现价	3.86 港元
总市值	28,171.82 百万 港元
流通股比例	25.15%
已发行总股本	7,298.40 百万
52 周价格区间	3.66-5.84 港元
3 个月日均成交额	15.71 百万 港元

主要股东 信义光能 (968 HK) (占 48.76%)
来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20220329 - 信义能源 (3868 HK) 更新报告：股票增发支持装机容量加快增长

20220301 - 信义能源 (3868 HK) 更新报告：2021 年业绩略逊预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2022 年中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2021 年上半年 实际	2022 年上半年 实际	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	1,113	1,258	13.0	总售电量同比增长 21%
销售成本	(288)	(343)	19.2	
毛利	825	915	10.9	折旧费用、人工及用电成本增加
其他收入	2	7	232.7	
其他收益净额	0	(1)	不适用	2022 年上半年录得汇兑损失
行政开支	(23)	(32)	42.4	高于预期, 主要由于保险及杂项开支增加
经营利润	805	888	10.4	
财务收入	14	7	(47.3)	
财务费用	(94)	(110)	17.0	
税前利润	725	786	8.4	
所得税	(103)	(162)	57.1	实质税率由 14.2% 增长至 20.6%; 需支付全税率的项目由 4 个增加至 12 个
税后利润	622	624	0.4	
少数股东权益	(1)	(1)	(13.4)	
股东净利润	621	623	0.4	
每股盈利(港币)	0.09	0.09	(0.8)	
每股股息(港币)	0.07	0.08	4.1	
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	74.1	72.7	(1.4)	
经营利润率	72.3	70.6	(1.7)	
股东净利润率	55.8	49.5	(6.3)	

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测		新预测		变动(新/旧) (%)	
	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测
收入	2,773	3,279	2,742	3,180	(1.1)	(3.0)
销售成本	(726)	(846)	(724)	(824)	(0.4)	(2.6)
毛利	2,046	2,433	2,018	2,356	(1.4)	(3.2)
其他收入	22	25	22	23	(1.1)	(6.9)
其他收益净额	1	1	(1)	1	不适用	(27.3)
行政开支	(55)	(59)	(60)	(64)	8.8	7.8
经营利润	2,014	2,400	1,978	2,317	(1.8)	(3.5)
财务收入	22	19	22	9	0.0	(49.7)
财务费用	(439)	(499)	(390)	(388)	(11.1)	(22.3)
税前利润	1,597	1,920	1,610	1,939	0.8	1.0
所得税	(243)	(292)	(330)	(397)	35.9	36.2
税后利润	1,354	1,628	1,280	1,541	(5.5)	(5.3)
少数股东权益	(3)	(3)	(3)	(3)	(5.5)	(5.3)
股东净利润	1,352	1,625	1,277	1,538	(5.5)	(5.3)
息税折旧摊销前利润	2,719	3,241	2,683	3,134	(1.3)	(3.3)
息税前利润	2,036	2,419	2,000	2,326	(1.8)	(3.8)
每股盈利(港币)	0.19	0.22	0.18	0.21	(5.5)	(5.3)
每股股息(港币)	0.19	0.23	0.18	0.21	(5.4)	(6.7)
利润率 (%)					变动(新-旧) (百分点)	
毛利率	73.8	74.2	73.6	74.1	(0.2)	(0.1)
经营利润率	72.7	73.2	72.2	72.9	(0.5)	(0.3)
净利润率	48.8	49.5	46.6	48.4	(2.2)	(1.2)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3：股价与股息率及市盈率的变化

股价 (港币)	股息率(%)		市盈率(倍)		说明
	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	
3.00	5.8	7.0	17.0	14.2	
3.86	4.5	5.4	21.9	18.3	8 月 1 日收市价
4.00	4.4	5.3	22.7	19.0	
4.53	3.9	4.6	25.7	21.5	目标价
5.00	3.5	4.2	28.4	23.7	
6.00	2.9	3.5	34.1	28.5	

来源：中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	现金流量表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
收入	1,722	2,297	2,742	3,180	3,576	经营活动现金流	1,071	1,225	2,087	2,939	3,496
销售成本	(475)	(617)	(724)	(824)	(912)	净利润	922	1,232	1,277	1,538	1,823
毛利	1,247	1,679	2,018	2,356	2,664	折旧与摊销	427	559	683	808	916
其他收入	9	23	22	23	25	营运资本变动	(368)	(702)	(196)	(143)	(129)
其他收益净额	2	(22)	(1)	1	1	其它	90	136	323	736	886
行政开支	(45)	(55)	(60)	(64)	(64)	投资活动现金流	(1,254)	(3,109)	(2,361)	(1,756)	(1,279)
经营利润	1,213	1,626	1,978	2,317	2,626	资本性支出净额	(1,251)	(3,128)	(2,385)	(1,774)	(1,292)
财务收入	41	19	22	9	12	其它	(3)	19	24	18	13
财务费用	(166)	(188)	(390)	(388)	(341)	融资活动现金流	(203)	1,649	(270)	(1,057)	(1,136)
税前利润	1,089	1,456	1,610	1,939	2,297	股本变动	894	0	780	0	0
所得税	(166)	(222)	(330)	(397)	(471)	净债务变动	(90)	3,005	(36)	(583)	(631)
税后利润	922	1,235	1,280	1,541	1,826	已派股息	(979)	(1,130)	(1,273)	(1,387)	(1,664)
少数股东权益	(0)	(3)	(3)	(3)	(4)	其它	(28)	(225)	260	912	1,159
股东净利润	922	1,232	1,277	1,538	1,823	净现金流	(385)	(235)	(544)	126	1,081
息税折旧摊销前利润	1,742	2,157	2,683	3,134	3,554						
息税前利润	1,254	1,645	2,000	2,326	2,638						
每股盈利(港币)	0.13	0.17	0.18	0.21	0.25						
每股股息(港币)	0.15	0.17	0.18	0.21	0.25						
资产负债表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	主要财务指标	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
总资产	17,234	21,202	24,355	27,340	30,718	增长率(%)					
流动资产	5,229	6,139	6,925	8,094	10,119	收入	8.1	33.4	19.4	16.0	12.4
现金及现金等价物	1,312	1,105	591	747	1,858	毛利	2.6	34.7	20.2	16.8	13.1
贸易应收款	3,501	4,629	5,758	6,678	7,509	经营利润	3.6	34.0	21.7	17.1	13.4
预付款项及其他应收款	415	402	576	668	751	息税折旧摊销前利润	12.2	28.3	21.8	16.8	13.4
其它流动资产	0	3	1	1	1	息税前利润	4.6	31.1	21.6	16.3	13.4
非流动资产	12,005	15,063	17,430	19,246	20,599	股东净利润	3.5	33.7	3.7	20.4	18.5
固定资产净额	10,998	13,838	16,073	17,742	18,929	每股盈利	(10.5)	29.0	1.6	19.6	18.5
做用权资产	508	699	817	953	1,109	利润率(%)					
其他应收款	127	61	82	95	107	毛利率	72.4	73.1	73.6	74.1	74.5
商誉	362	445	441	436	432	经营利润率	70.5	70.8	72.2	72.9	73.4
其它非流动资产	11	20	17	20	22	息税折旧摊销前利润	101.2	93.9	97.9	98.6	99.4
总负债	5,224	8,641	9,007	8,824	8,609	息税前利润率	72.8	71.6	73.0	73.1	73.8
流动负债	3,775	4,704	5,398	4,605	4,251	股东净利润率	53.6	53.7	46.6	48.4	51.0
短期借款	1,210	2,036	2,583	1,631	1,131	净负债率(%)	4.6	30.1	27.7	19.0	8.0
租赁负债	19	32	37	43	50	其他(%)					
其他应付账款	720	831	960	1,113	1,252	实际税率	15.3	15.2	20.5	20.5	20.5
应付直接控股公司款项	1,766	1,754	1,736	1,719	1,702	派息比率	107.8	100.4	99.3	99.6	100.1
其它流动负债	61	51	83	99	118	已动用资本回报率	6.9	7.5	6.7	6.8	6.9
非流动负债	1,448	3,937	3,609	4,219	4,358	平均净资产收益率	8.3	10.0	9.2	9.1	9.0
长期借款	653	2,844	2,261	2,631	2,500	平均资产收益率	5.7	6.4	5.6	6.0	6.3
租赁负债	501	692	817	953	1,109	利息覆盖倍数(倍)	7.6	8.7	5.1	6.0	7.7
其他应付账款	61	66	69	80	89						
其它非流动负债	233	335	462	556	659						
权益总额	12,010	12,560	15,348	18,516	22,109						
股东权益	12,005	12,553	15,338	18,502	22,092						
少数股东权益	5	8	10	13	17						
权益及负债总额	17,234	21,202	24,355	27,340	30,718						
净现金/(负债)	(551)	(3,775)	(4,253)	(3,514)	(1,773)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

信义能源(3868 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2020/10/22	HK\$3.77	增持 (首次覆盖)	HK\$4.45
2	2021/2/2	HK\$4.97	增持 (维持)	HK\$5.56
3	2021/3/1	HK\$4.72	增持 (维持)	HK\$5.60
4	2021/8/2	HK\$5.12	买入 (上调)	HK\$6.50
5	2022/2/28	HK\$4.00	买入 (维持)	HK\$6.30
6	2022/3/28	HK\$4.59	买入 (维持)	HK\$6.17
7	2022/8/1	HK\$3.86	增持 (下调)	HK\$4.53

来源: 公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805