

审慎增持 (维持)

03868.HK 信义能源

港股通(深)

目标价: 4.27 港元

现价: 3.24 港元

业绩略低预期, 坚守回报率底线是亮点

2022年08月10日

预期升幅: 31.9%

主要财务指标

日期	2022.08.10
收盘价(港元)	3.24
总股本(百万股)	7,110
流通股本(百万股)	7,110
总市值(百万港元)	23,036
流通市值(百万港元)	23,036
净资产(百万港元)	12,560
总资产(百万港元)	21,202
每股净资产(港元)	1.77

数据来源: Wind

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万港元)	2,297	2,599	3,161	3,604
同比增长	33.36%	13.18%	21.61%	14.03%
归母净利润(百万港元)	1,232	1,301	1,520	1,730
同比增长	33.65%	5.54%	16.85%	13.87%
净利润率	53.65%	50.03%	48.08%	48.01%
净资产收益率	10.03%	10.33%	11.95%	13.44%
每股收益(港元)	0.17	0.18	0.21	0.24

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

相关报告

信义能源(03868.HK) 2021年业绩点评: 装机量增速进一步提升, 持续兑现高派息-220301

信义能源(03868.HK) 2021年中期业绩点评: 持续兑现高派息, 稳定增长确定性强 20210804

信义能源(03868.HK): 全年业绩略低于预期, 稳定增长确定性较强 20200312

信义能源(03868.HK) 业绩符合预期, 计划继续保持规模增长 20200811

信义能源(03868.HK) 首次覆盖: 派息导向的光伏电站运营商, 估值有提升空间 20190916

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

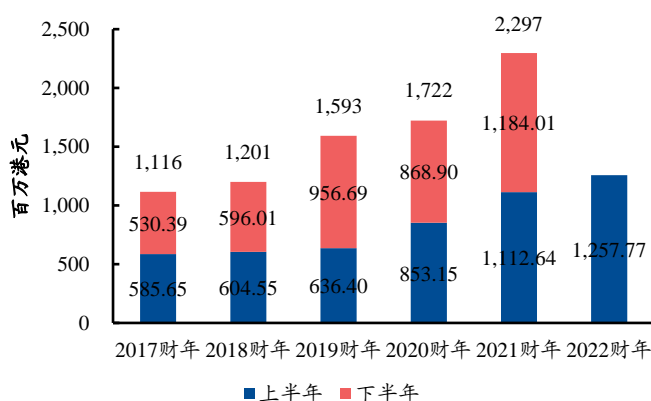
- **业绩略低于预期。**2022年上半年, 公司实现营业收入12.578亿港元, 同比上升13.1%, 主要由于2021年收购的660MW电站贡献发电量; 实现毛利9.145亿港元, 同比增长10.9%; 整体毛利率同比下降1.4%至72.7%。公司实现权益持有人应占纯利6.231亿港元, 同比提升0.4%, 纯利率同比下降至49.5%; 经调整EBITDA为11.827亿港元, 同比提升11.8%, 根据公司的分派政策, 当期可供分派收入为5.633亿港元, 同比提升7.1%, 公司中期每股派息为7.7港仙, 同比提升4.1%。
- **上半年新增装机量压力较大, 但公司一直坚守回报率底线。**受疫情影响, 公司2022年上半年新增装机容量40MW。截止2022年6月30日, 公司太阳能发电场项目累计核准容量为2.534GW, 其中1.724GW为带补贴项目, 0.810GW项目为平价项目。而后公司将继续物色新项目, 同时审慎评估市场情况和太阳能发电场项目的售价, 从而确保其能继续拥有具有吸引力的回报。公司计划在2022年下半年向信义光能收购总核准容量为650MW的平价项目, 以及独立第三方收购不少于300MW的平价项目, 其中, 7月, 公司已收购2个核准项容量为130MW的集中式平价上网项目, 这两个项目将于2022年底前开始全面运营。
- **成本压力较大, 其中销售成本升幅高于收入上涨, 融资成本和所得税开支也承压。**(一) 2022年上半年, 公司销售成本同比提升19.2%至3.433亿港元, 主要是由于: (1) 物业、厂房及设备折旧费用从2021年上半年的2.515亿港元提升至2.940亿港元, 同比提升16.9%; (二) 公司当期融资成本为1.098亿港元, 同比提升17.1%, 其中, 银行借款利息开支同比提升82.8%达到0.329亿港元, 主要是由于计息银行贷款结余和银行借款实际利率增加(从2021年中期的1.21%提升至当期的1.62%); (三) 公司当期所得税开支为1.615亿港元, 同比提升0.587亿港元, 主要是由于12个太阳能发电场项目开始按法定税率25%悉数缴纳中国企业所得税等原因。
- **财务状况良好, 净资产负债率有所降低, 融资成本仍然具有行业竞争优势, 经营性现金流稳步增长。**截止2022年6月30日, 公司净资产负债率降至24.5%, 主要是由于银行借款减少、现金等价物增加; 公司现金及现金等价物为1.2132亿港元, 融资利率为1.62%, 经营性现金流同比大增至5.979亿港元(去年同期为2.974亿港元)。
- **我们的观点:**公司作为港股优秀的绿电公司之一, 自上市以来, 一直以向股东提供稳定派息并期望可持续长期增加有关派息为目标, 分派金额规划不少于可供分派收入的90%。根据最新情况, 我们预计公司2022-2024年的收入分别为25.99、31.61和36.04亿港元, 归母净利润分别为13.01、15.20和17.30亿港元。我们维持公司的“审慎增持”评级, 将目标价调至4.27港元, 对应2023年20倍PE。

风险提示: 派息不及预期; 光伏存量补贴政策出现重大调整; 新能源补贴拖欠时间延长。

报告正文

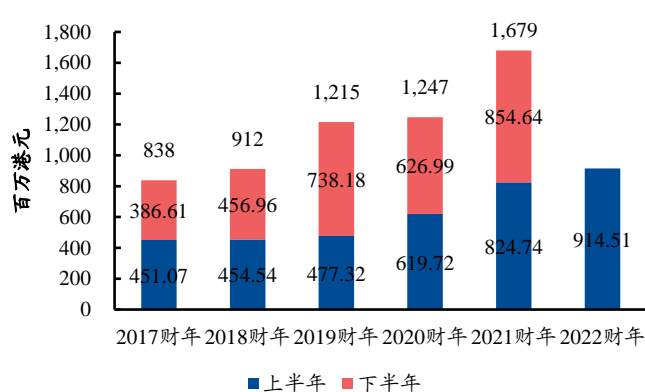
业绩略低于预期。2022 年上半年，公司实现营业收入 12.578 亿港元，同比上升 13.1%，主要由于 2021 年收购的 660MW 电站贡献发电量；实现毛利 9.145 亿港元，同比增长 10.9%；整体毛利率同比下降 1.4%至 72.7%。公司实现权益持有人应占纯利 6.231 亿港元，同比提升 0.4%，纯利率同比下降至 49.5%；经调整 EBITDA 为 11.827 亿港元，同比提升 11.8%，根据公司的分派政策，当期可供分派收入为 5.633 亿港元，同比提升 7.1%，公司中期每股派息为 7.7 港仙，同比提升 4.1%。

图1、公司营收情况



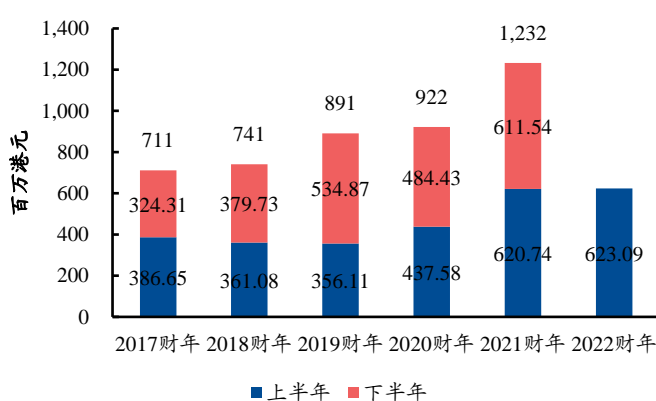
资料来源：业绩公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司毛利情况



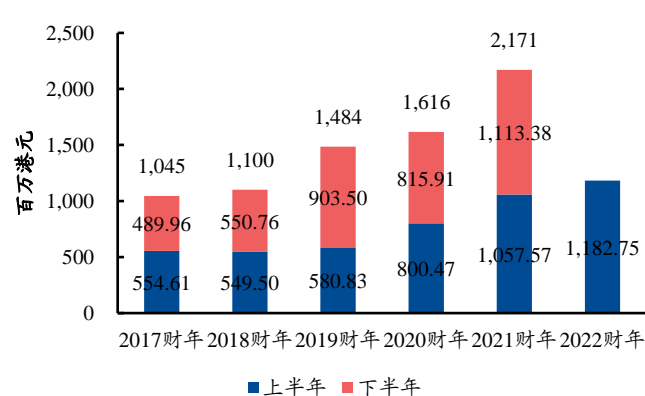
资料来源：业绩公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司纯利情况



资料来源：业绩公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司经调整 EBITDA 和可分派收入



资料来源：业绩公告，兴业证券经济与金融研究院整理

上半年新增装机量压力较大，但公司一直坚守回报率底线。受疫情影响，公司 2022 年上半年新增装机容量 40MW。截止 2022 年 6 月 30 日，公司太阳能发电场项目累计核准容量为 2.534GW，其中 1.724GW 为带补贴项目，0.810GW 项目为平价项目。而后公司将继续物色新项目，同时审慎评估市场情况和太阳能发电场项目的售价，从而确保其能继续拥有具有吸引力的回报。公司计划在 2022 年下半年向

信义光能收购总核准容量为 650MW 的平价项目，以及独立第三方收购不少于 300MW 的平价项目，其中，7 月，公司已收购 2 个核准项容量为 130MW 的集中式平价上网项目，这两个项目将于 2022 年底前开始全面运营。

成本压力较大，其中销售成本升幅高于收入上涨，融资成本和所得税开支也承压。

(一) 2022 年上半年，公司销售成本同比提升 19.2% 至 3.433 亿港元，主要是由于：(1) 物业、厂房及设备折旧费用从 2021 年上半年的 2.515 亿港元提升至 2.940 亿港元，同比提升 16.9%；(2) 雇员福利开支从 2021 年上半年的 1.789 亿港元提升至 2.428 亿港元，同比提升 35.7%；(3) 电费从 2021 年上半年的 598.4 万港元提升至 879.5 万港元，同比提升 47.0%。

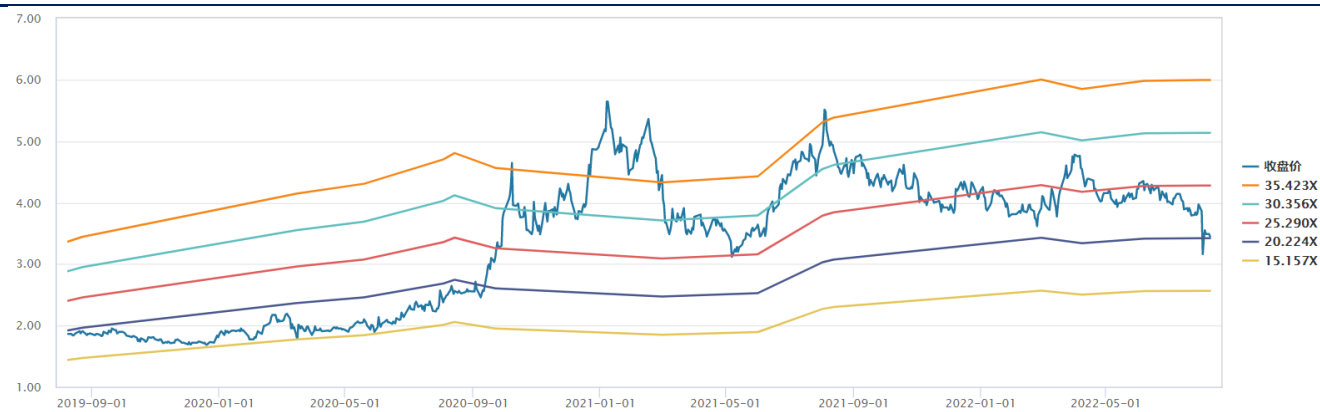
(二) 另外，当期公司融资成本为 1.098 亿港元，同比提升 17.1%。其中，(1) 银行借款利息开支同比提升 82.8% 达到 0.329 亿港元，主要是由于计息银行贷款结余和银行借款实际利率增加（从 2021 年中期的 1.21% 提升至当期的 1.62%）；(2) 租赁负债利息部分增加 320 万港元至 0.222 亿港元；(3) 公司于 2022 年上半年就递延支付 2019 年组合收购的代价，而产生计息开支 0.547 亿港元。

(三) 当期，公司所得税开支为 1.615 亿港元，同比提升 0.587 亿港元，主要是由于 12 个太阳能发电场项目开始按法定税率 25% 悉数缴纳中国企业所得税等原因。

财务状况良好，净资产负债率有所降低，融资成本仍然具有行业竞争优势，经营性现金流稳步增长。截止 2022 年 6 月 30 日，公司净资产负债率降至 24.5%，主要是由于银行借款减少、现金等价物增加；公司现金及现金等价物为 1.2132 亿港元，融资利率为 1.62%，经营性现金流同比大增至 5.979 亿港元（去年同期为 2.974 亿港元）。

我们的观点：公司作为港股优秀的绿电公司之一，自上市以来，一直以向股东提供稳定派息并期望可持续长期增加有关派息为目标，分派金额规划不少于可供分派收入的 90%。根据最新情况，我们预计公司 2022-2024 年的收入分别为 25.99、31.61 和 36.04 亿港元，归母净利润分别为 13.01、15.20 和 17.30 亿港元。我们维持公司的“审慎增持”评级，将目标价调至 4.27 港元，对应 2023 年 20 倍 PE。

图5、公司历史PE走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：派息不及预期；光伏存量补贴政策出现重大调整；新能源补贴拖欠时间延长。

附表

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
单位: 百万港元				
贸易及其他应收款项	5,031	4,966	6,643	7,272
应收关联方款项	3	4	4	5
现金及现金等价物	1,105	1,198	945	914
流动资产总额	6,139	6,168	7,592	8,192
物业、厂房及设备	13,838	17,248	19,943	22,251
物业、厂房及设备于经营租赁的预付款项	61	69	84	96
使用权资产	699	781	937	273
递延所得税资产	20	23	28	32
商誉	445	504	613	699
其他				
非流动资产总额	15,063	18,626	21,605	23,350
资产总额	21,202	24,794	29,197	31,542
应付费用及其他应付款项	831	984	1,274	1,486
银行借款	2,036	3,054	3,971	3,971
应付关联方款项	1,754	2,535	3,760	4,964
其他流动负债	83	94	114	130
流动负债总额	4,704	6,667	9,118	10,551
银行借款	2,844	4,266	5,759	6,335
其他非流动负债	66	74	90	103
租赁负债	692	783	952	1086
递延所得税负债	335	380	462	526
非流动负债总额	3,937	5,503	7,264	8,051
负债总额	8,641	12,170	16,382	18,602
股本	71	71	71	71
其他储备	7,704	7,704	7,704	7,704
保留盈利	4,778	4,841	5,032	5,158
非控股权益	8	8	8	8
权益总额	12,560	12,624	12,815	12,940
现金流量表				
单位: 百万港元				
除税前利润	1,456	1,640	1,916	2,181
物业、厂房及设备折旧	27	0	0	0
营运资金变动	-693	845	-452	1,362
经营活动所得现金净额	1,225	2,912	2,190	4,287
资本开支	-3,128	-4,040	-3,544	-3,308
其他	19	19	21	20
投资活动所用现金净额	-3,109	-4,022	-3,524	-3,288
银行借款所得款项	4,221	2,409	576	0
上市融资	0	0	0	0
派息	-1,130	-1,237	-1,329	-1,605
融资活动所得/(所用)现金净额	1,649	1,203	1,081	-1,029
现金及现金等价物增加(减少)净额	-235	93	-254	-30
年初现金及现金等价物	1,312	1,105	1,198	945
现金及现金等价物汇兑差额	27	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,105	1,198	945	914

损益表	2021A	2022E	2023E	2024E
单位: 百万港元				
收益	2,297	2,599	3,161	3,604
销售成本	-617	-730	-946	-1,103
毛利润	1,679	1,869	2,215	2,501
其他收入	23	23	23	30
其他(亏损)/收益净额	-22	-22	-22	-22
行政开支	-55	-67	-81	-93
经营利润	1,626	1,803	2,135	2,416
财务收入	19	19	21	21
融资成本	-188	-181	-239	-255
除税前利润	1,456	1,640	1,916	2,181
所得税开支	-222	-337	-394	-449
本公司权益持有人应占利润	1,232	1,301	1,520	1,730
主要财务比率				
成长性				
营业收入增长率	33.36%	13.18%	21.61%	14.03%
经营利润增长率	34.00%	10.90%	18.41%	13.16%
归母净利润增长率	33.65%	5.54%	16.85%	13.87%
盈利能力				
净利率	53.65%	50.03%	48.08%	48.01%
ROE	10.03%	10.33%	11.95%	13.44%
ROA	6.41%	5.65%	5.63%	5.70%
偿债能力				
资产负债率	40.76%	49.08%	56.11%	58.97%
流动比率	1.30	0.93	0.83	0.78
利息保障倍数	8.74	10.04	9.01	9.55
营运能力				
资产周转率	0.12	0.11	0.12	0.12
应收账款周转率	0.51	0.52	0.54	0.52
每股资料(港元)				
每股收益	0.17	0.18	0.21	0.24
每股股东净资产	1.77	1.78	1.80	1.82
每股派息	0.17	0.19	0.23	0.27
估值比率(倍)				
PE	20.25	19.19	16.42	14.42
PB	1.99	1.98	1.95	1.93
股息率	4.96%	5.32%	6.43%	7.60%

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited.、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城市建设投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、懿博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。

客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编: 200135

邮箱: research@xyzq.com.cn

北京

地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编: 100020

邮箱: research@xyzq.com.cn

深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编: 518035

邮箱: research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真: (852) 35095929

邮箱: ir@xyzq.com.hk