

信义能源 (03868.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

平价项目占比过半，拟通过境内融资 降本

业绩简评

2月28日，公司发布2023年年报，实现收入25.17亿港元，同比增长8.7%，归属上市公司股东净利润9.93亿港元，同比增长2.2%，每股派发末期股息0.026港元，全年派息占可分派收入比例为46%。

经营分析

全年发电量同比增长19.6%，毛利率小幅下降2.7pct：公司2023年发电量38.18亿kWh，同比增长19.6%，实现收入25.17亿港元，同比增长8.7%，收入增幅较低主要是因为部分未被纳入第一批合规清单的国补项目上网电价调整，以及受人民币兑港币贬值影响。2023年公司毛利率67.9%，同比下降2.7pct，主要是受会计调整及2023年光伏利用小时数下降影响。

母公司储备项目充足，平价项目占比进一步提升：截至2023年底，公司持有电站总规模达3.65GW，同比增长21%，平价项目占比达52.8%，较2021年提高10pct。公司2024年内计划收购700~1000MW大型平价光伏项目，2月28日公司已向信义光能收购790MW光伏电站。2023年硅料/组件显著降价驱动母公司及行业内大型电站项目建设提速，目前信义光能可供公司于未来收购的项目核准容量约1.9GW，其中1.4GW为平价项目，储备项目充足。

高融资利率拖累净利，开拓内地融资渠道有望降低财务成本：2023年公司财务费用率14.1%，同比增加2.5pct，境外利率上升导致公司融资成本同比增加。公司净负债率42.3%，仍显著优于行业平均水平，截至2023年底公司以人民币计价的银行贷款约占到13.3%，考虑到目前离岸借贷利率较高，2024年公司计划提高对中国内地银行的借贷比例，有望降低融资成本。

盈利预测、估值与评级

根据公司最新的电站收购计划，调整公司2024-2025净利润预测分别为12.35(-30%)/14.24(-32%)亿港元，预计2026年净利润为15.38亿港元，按照23年的派息比例推算24年每股股息约0.065港元，目前股价对应2024PE/PB/股息率分别为7.35倍/0.62倍/6%。维持“买入”评级。

风险提示

补贴发放进度不及预期；电网消纳情况恶化；汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

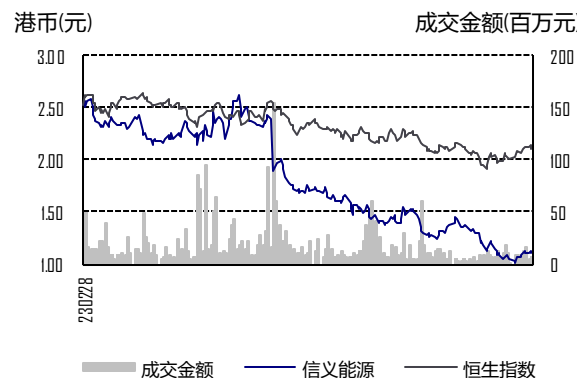
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (港币)：1.100元

相关报告：

- 《信义能源：组件降价储备项目收益率提升·调整派息政策助力项目收...》，2023.8.1
- 《信义能源公司点评：历史欠补加速发放·电站收购能力提升》，2023.2.28



公司基本情况 (港币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,315	2,517	2,992	3,391	3,604
营业收入增长率	0.81%	8.73%	18.87%	13.32%	6.28%
归母净利润(百万元)	971	993	1,235	1,424	1,538
归母净利润增长率	-21.17%	2.22%	24.39%	15.29%	7.97%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.12	0.15	0.17	0.19
每股经营性现金流净额	0.39	0.00	0.22	0.20	0.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.27%	7.47%	8.50%	8.93%	8.79%
P/E	22.01	11.89	7.35	6.38	5.91
P/B	1.64	0.89	0.62	0.57	0.52

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,297	2,315	2,517	2,992	3,391	3,604
增长率	33.4%	0.8%	8.7%	18.9%	13.3%	6.3%
主营业务成本	617	681	808	961	1,099	1,174
%销售收入	26.9%	29.4%	32.1%	32.1%	32.4%	32.6%
毛利	1,679	1,634	1,709	2,031	2,292	2,431
%销售收入	73.1%	70.6%	67.9%	67.9%	67.6%	67.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	55	72	57	75	85	90
%销售收入	2.4%	3.1%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,626	1,541	1,653	2,060	2,311	2,444
%销售收入	70.8%	66.6%	65.7%	68.8%	68.1%	67.8%
财务费用	169	269	355	441	444	428
%销售收入	7.4%	11.6%	14.1%	14.7%	13.1%	11.9%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,628	1,570	1,660	1,963	2,214	2,347
营业利润率	70.9%	67.8%	65.9%	65.6%	65.3%	65.1%
营业外收支						
税前利润	1,456	1,272	1,298	1,619	1,867	2,016
利润率	63.4%	54.9%	51.6%	54.1%	55.1%	55.9%
所得税	222	298	303	381	439	474
所得税率	15.2%	23.4%	23.4%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	1,235	974	995	1,239	1,428	1,542
少数股东损益	3	3	2	4	4	5
归属于母公司的净利润	1,232	971	993	1,235	1,424	1,538
净利率	53.7%	42.0%	39.4%	41.3%	42.0%	42.7%

现金流量表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,232	971	993	1,235	1,424	1,538
少数股东损益	3	3	2	4	4	5
非现金支出	136	189	0	351	358	344
非经营收益						
营运资金变动	-702	1,139	0	-374	-743	-508
经营活动现金净流	1,225	2,899	0	1,822	1,684	2,023
资本开支	-826	-1,547	0	-2,200	-2,500	-2,800
投资	0	14	0	0	0	0
其他	-2,283	2	0	97	97	96
投资活动现金净流	-3,109	-1,530	0	-2,103	-2,403	-2,704
股权募资	0	779	0	0	0	0
债权募资	2,963	-27	0	1,300	1,500	1,700
其他	-1,314	-1,329	0	-444	-450	-436
筹资活动现金净流	1,649	-576	0	856	1,050	1,264
现金净流量	-208	686	0	575	331	584

资产负债表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,105	1,791	645	1,220	1,551	2,134
应收款项	5,034	3,409	4,314	4,821	5,652	6,207
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	12	0	0	0
流动资产	6,139	5,200	4,970	6,041	7,202	8,341
%总资产	29.0%	26.1%	23.5%	25.4%	26.9%	27.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13,838	13,573	15,008	16,598	18,452	20,602
%总资产	65.3%	68.1%	71.0%	69.8%	68.8%	68.4%
无形资产	1,144	373	1,083	1,083	1,083	1,083
非流动资产	15,063	14,740	16,163	17,753	19,607	21,758
%总资产	71.0%	73.9%	76.5%	74.6%	73.1%	72.3%
资产总计	21,202	19,940	21,134	23,794	26,810	30,099
短期借款	2,036	2,892	3,637	4,437	5,437	6,637
应付款项	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,668	2,206	537	658	746	793
流动负债	4,704	5,099	4,173	5,095	6,183	7,429
长期贷款	2,844	2,061	2,634	3,134	3,634	4,134
其他长期负债	1,093	1,018	1,019	1,019	1,019	1,019
负债	8,641	8,178	7,826	9,248	10,835	12,582
普通股股东权益	12,553	11,753	13,297	14,532	15,956	17,494
其中：股本	71	74	83	83	83	83
未分配利润	11,738	12,631	13,214	14,449	15,874	17,411
少数股东权益	8	9	11	14	19	23
负债股东权益合计	21,202	19,940	21,134	23,794	26,810	30,099

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.17	0.13	0.00	0.15	0.17	0.19
每股净资产	1.77	1.58	1.61	1.76	1.93	2.12
每股经营现金净流	0.17	0.39	0.00	0.22	0.20	0.24
每股股利	0.17	0.15	0.06	0.11	0.13	0.00
回报率						
净资产收益率	9.82%	8.27%	7.47%	8.50%	8.93%	8.79%
总资产收益率	5.81%	4.87%	4.70%	5.19%	5.31%	5.11%
投入资本收益率	7.90%	7.06%	6.47%	7.13%	7.06%	6.61%
增长率						
主营业务收入增长率	33.37%	0.81%	8.73%	18.87%	13.32%	6.28%
EBIT 增长率	34.00%	-5.21%	7.28%	24.63%	12.16%	5.75%
净利润增长率	33.65%	-21.17%	2.22%	24.39%	15.29%	7.97%
总资产增长率	23.03%	-5.95%	5.99%	12.59%	12.68%	12.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	637.5	610.6	510.3	525.3	555.9	592.3
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	—	—	—	—	—	—
固定资产周转天数	1,946.5	2,131.1	2,043.6	1,901.1	1,860.5	1,950.5
偿债能力						
净负债/股东权益	38.76%	35.54%	49.93%	50.66%	53.45%	55.12%
EBIT 利息保障倍数	8.6	5.7	4.6	4.6	5.1	5.6
资产负债率	40.76%	41.01%	37.03%	38.87%	40.42%	41.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-01	买入		6.90~6.90
2	2022-08-02	买入		6.90~6.90
3	2023-02-28	买入		N/A
4	2023-08-01	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806