

新能源

收盘价
港元 1.09

目标价
港元 1.16↓

潜在涨幅
+6.4%

2024 年 2 月 29 日

信义能源 (3868 HK)

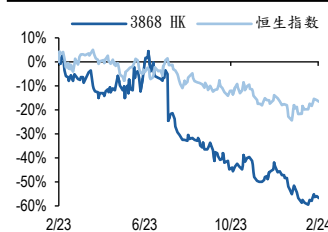
业绩低于预期，弃光和电价风险加大，维持中性

- 天气、弃光导致售电量欠佳，业绩低于预期：公司去年实现归母净利润9.93亿港元，同比增长2.2%，其中下半年4.26亿港元，同比/环比+22.3%/-24.8%，低于我们/市场预期25%/27%，主要是由于售电量因天气、弃光等因素低于预期。售电量同比增长19.6%至3817吉瓦时，其中下半年仅同比/环比增长14.1%/2.7%，全年平均利用小时下降2.5%。市场电量占比13%，综合考虑绿电交易溢价和市场化交易折价，相比标杆电价仍有溢价。毛利率同比下降2.7个百分点至67.9%，其中下半年同比/环比下降2.6/4.7个百分点至65.5%。全年每股股息减少60%至0.06港元，派息比例50%。
- 收购规模不及预期，融资利率继续上升。公司去年仅从母公司收购637兆瓦项目，低于此前0.7-1吉瓦的指引。公司今年计划收购0.7-1吉瓦项目，仍低于我们预期。由于美国加息，去年底公司平均借款利率高达6.05%，同比/环比提高0.5/1.0个百分点，利率更低的人民币借款占比由6月底的14%降至13%，尚未能做到此前指引的持续提升人民币借款占比。去年公司补贴收款5.3亿港元，同比下降75%，收款占补贴收入比例43%，年底补贴应收款同比增长6.3亿港元至37.5亿港元。
- 存量项目弃光和电价下降风险加大：去年内地光伏新增装机高达216吉瓦，远超市场预期，导致消纳压力，全国弃光率12月同比提高1.7个百分点至2.9%。公司项目分布于中东部地区，此前消纳压力较低，但去年首次出现弃光，且弃光率2.5%高于全国的2%，我们预计未来将继续上升，或将接近5%。去年下半年以来多省推出提高新能源市场化交易比例政策，我们预计存量项目将持续存在电价下降风险。
- 下调目标价，维持中性：我们下调2024/2025年盈利预测23%，基于8.5倍2024年市盈率，下调目标价至1.16港元（原1.53港元）。尽管组件价格大跌有利公司新项目收益率提升，但公司存量项目盈利不确定性较大，将持续压制估值，而目前较高的股息率（2024年6.2%）则将对股价形成支撑，维持中性。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	2.63
52周低位 (港元)	1.01
市值 (百万港元)	8,999.68
日均成交量 (百万)	30.74
年初至今变化 (%)	(23.78)
200天平均价 (港元)	1.41

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万港元)	2,315	2,517	2,786	3,254	3,804
同比增长 (%)	0.8	8.7	10.7	16.8	16.9
净利润 (百万港元)	971	993	1,124	1,368	1,650
每股盈利 (港元)	0.13	0.12	0.14	0.17	0.20
同比增长 (%)	-24.7	-7.9	13.2	21.6	20.6
前EPS预测值 (港元)			0.18	0.21	
调整幅度 (%)			-22.7	-22.8	
市盈率 (倍)	8.3	9.1	8.0	6.6	5.5
每股账面净值 (港元)	1.58	1.61	1.68	1.76	1.86
市账率 (倍)	0.69	0.68	0.65	0.62	0.59
股息率 (%)	13.9	5.5	6.2	7.6	9.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (港币百万元)	2H22	1H23	2H23	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	1,058	1,289	1,229	16.2%	-4.6%
营业成本	-338	-384	-424	25.6%	10.5%
毛利	720	905	805	11.8%	-11.1%
毛利率 (%)	68.1%	70.2%	65.5%	-2.6ppts	-4.7ppts
其他收入	22	5	8	-61.8%	82.6%
他经营净收益	-18	13	-18	0.4%	-238.3%
行政费用	-39	-28	-29	-27.6%	1.8%
应收账款减值损失	-32	-8	0	-101.1%	-104.6%
营业利润	653	886	767	17.5%	-13.4%
财务收入	-6	2	4	-177.7%	95.0%
财务费用	-161	-163	-199	24.1%	22.5%
除税前溢利	487	726	572	17.6%	-21.1%
所得税	-137	-158	-145	6.3%	-8.0%
净利润	350	568	427	22.0%	-24.8%
归母净利润	348	567	426	22.3%	-24.8%
少数股东损益	2	1	1	-43.0%	0.7%

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司关键业务数据及预测

年结: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	原 2024E	调整	2025E	原 2025E	调整	2026E
新增装机量 (兆瓦)	565	637	1,000	1,200	-16.7%	1,200	1,500	-20.0%	1,400
累计装机量 (兆瓦)	3,059	3,695	4,695	5,259	-10.7%	5,895	6,759	-12.8%	7,295
售电量 (吉瓦时)	3,185	3,818	4,704	5,275	-10.8%	5,891	6,695	-12.0%	7,278
平均含税电价 (人民币元/千瓦时)	0.70	0.67	0.60	0.58	3.4%	0.56	0.55	1.8%	0.53
毛利率 (%)	70.6	67.9	67.4	70.0	-2.6ppts	67.0	70.0	-3.0ppts	66.7
实际所得税率 (%)	23.4	23.4	21.0	18.1	2.9ppts	20.5	17.7	2.8ppts	20.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 信义能源 (3868 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	1.78	2.20	23.6%	2024 年 01 月 25 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.66	1.94	16.9%	2024 年 01 月 11 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.54	8.57	54.7%	2023 年 08 月 31 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.17	4.06	28.1%	2023 年 08 月 28 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	16.90	21.14	25.1%	2023 年 08 月 23 日	运营商
1799 HK	新特能源	买入	10.46	13.50	29.1%	2024 年 01 月 25 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.09	1.56	43.1%	2024 年 01 月 05 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	4.76	5.93	24.6%	2024 年 02 月 29 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	14.48	19.00	31.2%	2023 年 11 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	买入	5.29	5.71	7.9%	2023 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.09	1.16	6.4%	2024 年 02 月 29 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 2 月 29 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,315	2,517	2,786	3,254	3,804
主营业务成本	(681)	(808)	(908)	(1,074)	(1,267)
毛利	1,634	1,709	1,878	2,180	2,537
销售及管理费用	(72)	(57)	(59)	(65)	(72)
其他经营净收入/费用	29	13	13	13	13
经营利润	1,592	1,666	1,832	2,128	2,478
财务成本净额	(269)	(355)	(406)	(405)	(413)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(51)	(12)	0	0	0
税前利润	1,272	1,298	1,427	1,723	2,065
税费	(298)	(303)	(300)	(353)	(413)
非控股权益	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)
净利润	971	993	1,124	1,368	1,650
作每股收益计算的净利润	971	993	1,124	1,368	1,650

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,791	645	724	846	989
应收账款及票据	3,225	3,912	4,185	4,236	4,297
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	184	413	412	411	410
总流动资产	5,200	4,970	5,321	5,493	5,696
物业、厂房及设备	13,573	15,008	17,199	19,517	22,060
无形资产	688	741	711	682	652
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	479	414	414	414	414
总长期资产	14,740	16,163	18,324	20,612	23,127
总资产	19,940	21,134	23,646	26,106	28,822
短期贷款	2,892	3,637	4,675	5,470	6,379
应付账款	34	48	48	48	48
其他短期负债	2,172	489	454	462	472
总流动负债	5,099	4,173	5,176	5,980	6,899
长期贷款	2,061	2,634	3,634	4,634	5,634
长期应付账款	57	16	16	16	16
其他长期负债	961	1,003	948	918	888
总长期负债	3,079	3,653	4,597	5,568	6,538
总负债	8,178	7,826	9,773	11,547	13,437
股本	74	83	83	83	83
储备及其他资本项目	11,679	13,214	13,776	14,460	15,285
股东权益	11,753	13,297	13,859	14,543	15,368
非控股权益	9	11	13	16	18
总权益	11,762	13,307	13,872	14,558	15,386

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	1,272	1,298	1,427	1,723	2,065
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	599	634	815	926	1,048
营运资本变动	1,139	(500)	(273)	(43)	(51)
利息调整	269	355	406	405	413
税费	(330)	(303)	(300)	(353)	(413)
其他经营活动现金流	(50)	(731)	(48)	(44)	(43)
经营活动现金流	2,899	753	2,026	2,614	3,020
资本开支	(1,546)	(2,610)	(2,976)	(3,214)	(3,563)
其他投资活动现金流	16	(0)	(27)	9	18
投资活动现金流	(1,530)	(2,610)	(3,003)	(3,205)	(3,544)
负债净变动	62	1,433	2,038	1,795	1,909
权益净变动	780	1,628	0	0	0
股息	(857)	(400)	(927)	(1,052)	(1,212)
其他融资活动现金流	(561)	(1,926)	(55)	(30)	(30)
融资活动现金流	(576)	735	1,056	713	668
汇率收益/损失	(107)	0	0	0	0
年初现金	1,105	1,791	645	724	846
年末现金	1,791	645	724	846	989

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.131	0.120	0.136	0.166	0.200
全面摊薄每股收益	0.131	0.120	0.136	0.166	0.200
每股股息	0.151	0.060	0.068	0.083	0.100
每股账面值	1.580	1.610	1.679	1.761	1.861
利润率分析(%)					
毛利率	70.6	67.9	67.4	67.0	66.7
EBITDA利润率	92.4	65.7	95.0	93.9	92.7
EBIT利润率	66.6	65.7	65.8	65.4	65.1
净利率	42.0	39.4	40.4	42.0	43.4
盈利能力(%)					
ROA	7.5	8.1	8.2	8.6	9.1
ROE	8.0	7.9	8.3	9.6	11.0
ROIC	7.5	7.5	7.2	7.5	7.9
其他					
净负债权益比(%)	26.9	42.3	54.7	63.6	71.6
利息覆盖率	8.0	4.7	6.5	7.5	8.5
流动比率	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
应收账款周转天数	619.1	517.4	530.4	472.2	409.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。