

香港股市 | 新能源 | 光伏发电

信义能源（3868 HK）

FY23 业绩逊预期

去年股东净利润同比上升 2.2%

2023 年股东净利润同比上升 2.2%至 9.9 亿元(港元, 下同), 较我们及市场预测的 11.3 亿及 11.7 亿元, 分别低 12.2%及 15.3%, 主因: (一)部份因发电量同比上升 10.9%所产生的收入被人民币贬值因素抵消, 最终公司总收入同比增长 8.7%至 25.2 亿元; (二)港元借贷利率上升导致财务开支同比增长 33.8%至 3.6 亿元。截至 2023 年 12 月底, 港币及人民币借贷占比分别为 86.7%及 13.3%。

电费补贴收款金额同比下跌 74.1%至 4.9 亿元人民币。公司财务情况略逊预计, 净负债率由 2022 年的 26.9%上升至 2023 年的 42.3%。

去年公司因需要为项目并购而保留现金以, 因此放弃高派息政策。分红比率(每股股息/每股盈利)由 2022 年的 113.5%下跌 60.3 个百分点至 2023 年的 47.8%。

公司目标今年累计装机容量同比增长最少 19.2%

2023 年公司新增 637MW 装机容量, 但仍略低于 700-1,000MW 的目标。截止 2023 年底累计装机容量为 3,651MW, 同比增长 21.1%。公司目标 2024 年新增 700-1,000MW 装机容量, 到年底累计装机容量达到 4,350MW 以上, 同比增长最少 19.2%。由于光伏组件价格持续下滑, 2 月底市场现货价同比下跌 47.1%, 我们认为上述容量目标仍是可行。但考虑到 2022 年公司也达不到新增容量目标, 我们保守假设今年公司仅新增 500MW 容量。

调整盈利预测

因应业绩表现及装机容量预期, 我们分别下调 2024-25 年股东净利润预测 14.8%及 13.5%至 12.3 亿及 14.7 亿元。

维持“中性”评级

我们将目标价由 2.29 港元下调低至 1.19 港元, 对应 8.0 倍 2024 年市盈率及 5.9% 2024 年股息率。由于上行空间仅达 8.2%。我们维持“中性”评级。

风险提示: (一)项目并购延误; (二)项目竞投激烈; (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 2024 年 2 月 28 日）

年结:12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	2,297	2,315	2,517	3,159	3,581
增长率 (%)	33.4	0.8	8.7	25.5	13.4
股东净利润	1,232	971	993	1,230	1,474
增长率 (%)	33.7	(21.2)	2.2	23.8	19.8
每股盈利 (港币)	0.17	0.13	0.13	0.15	0.18
市盈率 (倍)	6.3	8.3	8.8	7.4	6.1
每股股息 (港币)	0.17	0.15	0.06	0.07	0.09
股息率 (%)	15.8	13.7	5.5	6.4	7.7
每股净资产 (港币)	1.77	1.58	1.61	1.49	1.59
市净率 (倍)	0.62	0.70	0.68	0.74	0.69

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 中性

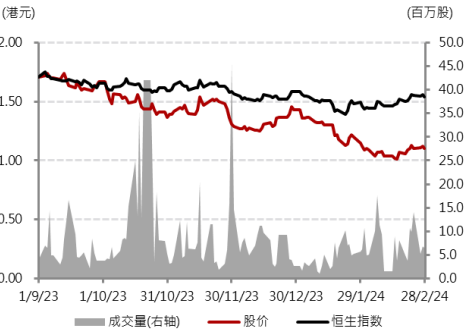
目标价: 1.19 港元

股票资料（更新至 2024 年 2 月 28 日）

现价	1.10 港元
总市值	9,082.25 百万 港元
流通股比例	24.57%
已发行总股本	8,256.59 百万
52 周价格区间	0.98-2.68 港元
3 个月日均成交额	8.72 百万 港元

主要股东 信义光能 (968 HK) (占 51.60%)
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

20230801 - 信义能源（3868 HK）更新报告: 中期盈利下跌, 高派息政策改变

20230616 - 信义能源（3868 HK）更新报告: 融资及成本优势支持装机容量增长

分析师

周健锋 (Patrick Chow)
+852 2359 1849
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2023 年全年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2022 年 实际	2023 年 实际	增长 (同比%)	2023 年 中泰国际预测	实际与估计之差 (%)	中泰国际评论
收入	2,315	2,517	8.7	2,728	(7.7)	发电量同比上升 10.9%，但人民币贬值影响收入增幅 毛利率由 70.6%下跌至 67.9%，略逊预期 政府补贴及保险赔偿收取减少 商誉减值亏损同比下跌 28.1%至 2,378 万元 开支占比由 3.1%下跌至 2.2% 港元借贷利息上升 实质税率持平
销售成本	(681)	(808)	18.7	(859)	(5.9)	
毛利	1,634	1,709	4.6	1,868	(8.5)	
其他收入	29	13	(55.7)	22	(40.7)	
其他收益净额	(51)	(12)	(75.5)	(39)	(68.4)	
行政开支	(72)	(57)	(21.2)	(68)	(17.1)	
经营利润	1,541	1,653	7.3	1,783	(7.3)	
财务收入	2	7	321.1	11	(37.5)	
财务费用	(270)	(362)	33.8	(322)	12.3	
税前利润	1,272	1,298	2.0	1,471	(11.8)	
所得税	(298)	(303)	1.7	(338)	(10.3)	
税后利润	974	995	2.1	1,133	(12.2)	
少数股东权益	(3)	(2)	(32.0)	(3)	(34.2)	
股东净利润	971	993	2.2	1,130	(12.2)	
每股盈利(港币)	0.13	0.13	(5.6)	0.14	(13.2)	分红比率由 113.5%下跌至 47.8%，大致符合预期
每股股息(港币)	0.15	0.06	(60.3)	0.07	(14.3)	
利润率 (%)			变动 (百分点)		实际与估计之差 (百分点)	
毛利率	70.6	67.9	(2.7)	68.5	(0.6)	
经营利润率	66.6	65.7	(0.9)	65.4	0.3	
股东净利润率	42.0	39.4	(2.5)	41.4	(2.0)	

来源：公司资料、中泰国际研究部

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) (%)	
	2024 年 预测	2025 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	3,315	3,716	3,159	3,581	(4.7)	(3.6)
毛利	2,304	2,594	2,152	2,450	(6.6)	(5.6)
经营利润	2,223	2,510	2,067	2,366	(7.0)	(5.7)
税前利润	1,880	2,218	1,600	1,917	(14.9)	(13.6)
税后利润	1,448	1,708	1,232	1,476	(14.9)	(13.6)
股东净利润	1,444	1,704	1,230	1,474	(14.8)	(13.5)
息税折旧摊销前利润	2,855	3,137	2,682	2,985	(6.1)	(4.9)
息税前利润	2,244	2,520	2,070	2,367	(7.7)	(6.0)
每股盈利 (港币)	0.18	0.21	0.15	0.18	(15.6)	(13.9)
每股股息 (港币)	0.09	0.10	0.07	0.09	(17.6)	(15.0)
利润率 (%)					变动 (新一旧) (百分点)	
毛利润率	69.5	69.8	68.1	68.4	(1.4)	(1.4)
经营利润率	67.1	67.5	65.4	66.1	(1.6)	(1.5)
净利润率	43.6	45.9	38.9	41.1	(4.6)	(4.7)

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
	2024 年 预测	2025 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	
0.50	14.0	17.0	3.4	2.8	2 月 28 日收市价 目标价
1.00	7.0	8.5	6.7	5.6	
1.10	6.4	7.7	7.4	6.1	
1.19	5.9	7.1	8.0	6.6	
1.50	4.7	5.7	10.1	8.4	
2.00	3.5	4.3	13.4	11.2	

来源：中泰国际研究部预测

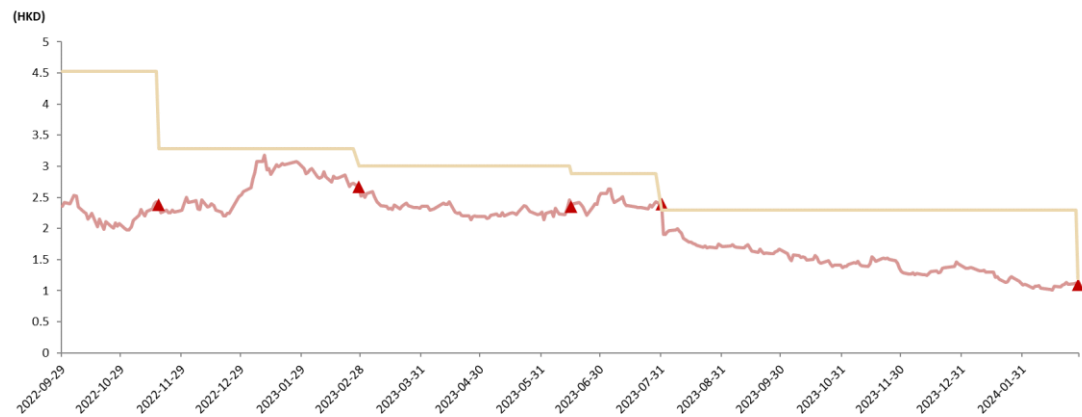
图表 4：财务摘要（年结：12 月 31 日；港币百万元）

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 估计	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	2,297	2,315	2,517	3,159	3,581	经营活动现金流	1,225	2,899	753	1,591	2,031
销售成本	(617)	(681)	(808)	(1,008)	(1,132)	净利润	1,232	971	993	1,230	1,474
毛利	1,679	1,634	1,709	2,152	2,450	折旧与摊销	559	599	646	611	617
其他收入	23	29	13	19	25	营运资本变动	(702)	1,139	590	646	374
其他收益净额	(22)	(51)	(12)	(33)	(34)	其它	136	189	671	(896)	(434)
行政开支	(55)	(72)	(57)	(71)	(75)	投资活动现金流	(3,109)	(1,530)	(1,347)	(1,212)	(1,091)
经营利润	1,626	1,541	1,653	2,067	2,366	资本性支出净额	(3,128)	(1,546)	(1,361)	(1,225)	(1,102)
财务收入	19	2	7	4	2	其它	19	16	14	12	11
财务费用	(188)	(270)	(362)	(470)	(450)	融资活动现金流	1,649	(576)	36	(894)	(1,401)
税前利润	1,456	1,272	1,298	1,600	1,917	股本变动	0	779	163	0	0
所得税	(222)	(298)	(303)	(368)	(441)	净债务变动	3,005	62	1,317	163	(260)
税后利润	1,235	974	995	1,232	1,476	已派股息	(1,130)	(857)	(831)	(537)	(641)
少数股东权益	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)	其它	(225)	(561)	(612)	(520)	(500)
股东净利润	1,232	971	993	1,230	1,474	净现金流	(235)	793	(557)	(515)	(461)
息税折旧摊销前利润	2,157	2,306	2,306	2,682	2,985						
息税前利润	1,645	1,543	1,660	2,070	2,367						
每股盈利(港币)	0.17	0.13	0.13	0.15	0.18						
每股股息(港币)	0.17	0.15	0.06	0.07	0.09						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	21,202	19,940	21,134	20,798	21,541	增长率(%)					
流动资产	6,139	5,200	4,970	6,976	8,060	收入	33.4	0.8	8.7	25.5	13.4
现金及现金等价物	1,105	1,791	645	638	157	毛利	34.7	(2.7)	4.6	25.9	13.8
贸易及其他应收款	5,031	3,408	4,313	6,319	7,879	经营利润	34.0	(5.2)	7.3	25.0	14.5
其它流动资产	3	1	13	19	24	息税折旧摊销前利润	28.3	4.7	7.7	16.3	11.3
非流动资产	15,063	14,740	16,163	13,822	13,481	息税前利润	31.1	(6.2)	7.6	24.7	14.4
固定资产净额	13,838	13,573	15,008	12,500	12,050	股东净利润	33.7	(21.2)	2.2	23.8	19.8
做用权资产	699	688	741	874	983	每股盈利	29.0	(23.1)	(5.5)	18.6	20.3
其他应收款	61	55	14	82	93	利润率 (%)					
商誉	445	373	342	334	316	毛利率	73.1	70.6	67.9	68.1	68.4
其它非流动资产	20	51	59	32	40	经营利润率	70.8	66.6	65.7	65.4	66.1
总负债	8,641	8,178	7,826	8,460	8,501	息税折旧摊销前利润	93.9	99.6	91.6	84.9	83.3
流动负债	4,704	5,099	4,173	4,065	3,852	息税前利润率	71.6	66.6	65.9	65.5	66.1
短期借款	2,036	2,892	3,637	3,460	3,160	股东净利润率	53.7	42.0	39.4	38.9	41.1
租赁负债	32	34	48	39	44	净负债率(%)	30.1	26.9	42.3	47.0	46.2
其他应付账款	831	679	405	474	537	其他(%)					
应付直接控股公司款项	1,754	1,388	0	0	0	实际税率	15.2	23.4	23.4	23.0	23.0
其它流动负债	51	105	85	92	110	派息比率	100.4	113.2	47.8	47.0	47.4
非流动负债	3,937	3,079	3,653	4,395	4,650	已动用资本回报率	7.5	6.5	5.9	7.3	8.3
长期借款	2,844	2,061	2,634	2,974	3,014	平均净资产收益率	10.0	8.0	7.9	9.6	11.6
租赁负债	692	662	719	874	983	平均资产收益率	6.4	4.7	4.8	5.9	7.0
其他应付账款	66	57	16	32	36	利息覆盖倍数(倍)	8.7	5.7	4.6	4.4	5.3
其它非流动负债	335	299	284	515	617						
权益总额	12,560	11,762	13,307	12,338	13,039						
股东权益	12,553	11,753	13,297	12,325	13,024						
少数股东权益	8	9	11	13	15						
权益及负债总额	21,202	19,940	21,134	20,798	21,541						
净现金/(负债)	(3,775)	(3,163)	(5,625)	(5,796)	(6,017)						

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	2022/11/17	HK\$2.38	买入 (上调)	HK\$3.28
2	2023/2/27	HK\$2.67	增持 (下调)	HK\$3.00
3	2023/6/15	HK\$2.35	买入 (上调)	HK\$2.88
4	2023/7/31	HK\$2.39	中性 (下调)	HK\$2.29
5	2024/2/28	HK\$1.10	中性 (维持)	HK\$1.19

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（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，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直接或间接责任，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。中泰国际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、财务状况、风险偏好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