

持有

项目收购更加谨慎，贷款利率持续下行

信义能源 (3868.HK)

2024-08-09 星期五

目标价: **1.00 港元**
现价: 0.88 港元
预计升幅: 14%

重要数据

日期	2024-08-08
收盘价 (港元)	0.88
总股本 (亿股)	82.63
总市值 (亿港元)	73
净资产 (百万港元)	13,010
总资产 (百万港元)	21,504
52 周高低 (港元)	1.94/0.84
每股净资产 (港元)	1.57

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

信义能量(BVI)有限公司 (51.6%)
信义集团(玻璃)有限公司 (5.686%)

相关报告

首次报告-20201209
更新报告-20210310
更新报告-20210818
更新报告-20220309/0808
更新报告-20230609/20240313

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 2024 年上半年盈利 3.95 亿港元，同比下降 30.4%:

2024H1 公司实现收入 12.18 亿港元，同比-5.4%；股东应占溢利 3.95 亿港元，同比-30.4%；每股基本盈利 4.78 港仙，中期每股股息 2.3 港仙，派息率 48%。公司中期业绩低于预期，主要因为市场化交易增加带来结算电价下降、部分区域弃光率上升、人民币兑港元贬值等综合影响。

➤ 预期下半年限电率持续，公司项目收购更加谨慎:

公司受限电影响的省份主要是在河北、河南和湖北，特别是湖北，对公司影响较大，公司 3.8GW 的项目里面湖北项目就达到 1GW，因为湖北省政策要求一次性把全部新能源的项目全部进入市场化交易，预期下半年限电率和结算电价将持续受到影响。目前公司对拟收购项目进行更加谨慎的评估，以 10%限电率和 10%电价下降设定进行测算，需要达到要求的收益率，并根据公司财务状况，才会去进行收购。公司上半年从母公司已经收购 200MW 光伏项目，信义光能目前约有 1.9GW 可供收购 (1.6GW 为平价项目)，公司全年维持收购 0.7-1GW 目标不变。

➤ 提升人民币贷款比例，下半年贷款利率仍有下行空间:

上半年公司持续加大人民币贷款，目前人民币贷款占比超过 20%，2024 年 6 月 30 日，公司有效贷款利率从 2023 年的年底的 6.1% 下降到 4.7%。下半年公司将持续用长期贷款去替换短期贷款，预期人民币贷款比例在下半年还会进一步的上升，加上美元进入降息周期，未来公司实际贷款利率仍有进一步下降的空间。

➤ 目标价 1.00 港元，给予持有评级:

我们更新公司目标价至 1.00 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.5 倍和 6.4 倍 PE，目标价较现价有 14% 的上升空间，给予持有评级。

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	2,315	2,517	2,801	3,217	3,484
同比增长(%)	0.8%	8.7%	11.2%	14.9%	8.3%
净利润	971	993	1,094	1,294	1,369
同比增长(%)	-21.2%	2.2%	10.2%	18.3%	5.7%
每股盈利 (港仙)	13.33	12.56	13.25	15.67	16.57
PE@0.88HKD	6.6	7.0	6.6	5.6	5.3
每股股息 (港仙)	15.10	6.00	6.62	7.84	8.29
股息率	17.2%	6.8%	7.5%	8.9%	9.4%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024 年上半年盈利 3.95 亿港元，同比下降 30.4%：

2024H1 公司实现收入 12.18 亿港元，同比-5.4%；股东应占溢利 3.95 亿港元，同比-30.4%；每股基本盈利 4.78 港仙，中期每股股息 2.3 港仙，派息率 48%。公司中期业绩低于预期，主要因为市场化交易增加带来结算电价下降、部分区域弃光率上升、人民币兑港元贬值等综合影响。

预期下半年限电影响持续，公司项目收购更加谨慎：

公司受限电影响的省份主要是在河北、河南和湖北，特别是湖北，对公司影响较大，公司 3.8GW 的项目里面湖北项目就达到 1GW，因为湖北省政策要求一次性把全部新能源的项目全部进入市场化交易，预期下半年限电率和结算电价将持续受到影响。

目前公司对拟收购项目进行更加谨慎的评估，以 10%限电率和 10%电价下降设定进行测算，需要达到要求的收益率，并根据公司财务状况，才会去进行收购。公司上半年从母公司已经收购 200MW 光伏项目，信义光能目前约有 1.9GW 可供收购（1.6GW 为平价项目），公司全年维持收购 0.7-1GW 目标不变。

提升人民币贷款比例，下半年贷款利率仍有下行空间：

2023 年上半年开始拓展国内银行借贷，长债利率低于 3%，较离岸借贷利率有明显优势。截至 2023 年底，13.3%的银行借贷总额以人民币计价，净负债率 42.3%，显著低于行业平均，财务保持稳健。公司未来将主要通过境内银行融资满足其新收购事项的资金需求，加大境内融资占比。

目标价 1.00 港元，给予持有评级：

我们更新公司目标价至 1.00 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.5 倍和 6.4 倍 PE，目标价较现价有 14%的上升空间，给予持有评级。

风险提示：

项目收购延迟

弃光限电上升

补贴回款速度不及预期

市场化交易电价下行

表1：行业估值

发电行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.54	1,220	20.1	19.6	18.0	16.9	2.0	2.1	2.0	2.0
	2638.HK	港灯-SS	HKD	5.45	482	15.3	14.7	13.8	12.4	1.0	1.0	1.0	0.9
	0002.HK	中电控股	HKD	69.05	1,745	26.2	26.0	25.8	25.6	1.7	1.7	1.7	1.6
	0270.HK	粤海投资	HKD	4.01	262	8.4	7.1	7.0	7.5	0.6	0.6	0.6	0.6
	平均					17.5	16.8	16.2	15.6	1.3	1.3	1.3	1.3
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	12.14	447	9.3	7.2	5.7	4.7	1.1	1.0	0.9	0.8
	0968.HK	信义光能	HKD	3.55	316	7.6	7.5	5.8	4.8	1.0	0.9	0.8	0.7
	平均					8.4	7.3	5.7	4.7	1.1	1.0	0.9	0.8
	3868.HK	信义能源	HKD	0.88	73	7.0	6.6	5.6	5.3	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,315	2,517	2,801	3,217	3,484
销售成本	(681)	(808)	(924)	(1,062)	(1,220)
毛利	1,634	1,709	1,876	2,155	2,265
其他收入	29	13	10	8	7
其他收益淨額	(19)	(5)	(6)	(7)	(8)
财务收入	2	7	7	7	7
融资成本	(270)	(362)	(362)	(362)	(362)
行政开支	(72)	(57)	(98)	(113)	(122)
所得税	(298)	(303)	(334)	(395)	(417)
税前利润	1,272	1,298	1,428	1,689	1,786
净利润	974	995	1,094	1,294	1,369
归属股东净利润	971	993	1,094	1,294	1,369
折旧及摊销	599	667	680	694	708
增长					
总收入 (%)	1%	9%	11%	15%	8%
净利润 (%)	-21%	2%	10%	0%	0%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1,791	645	965	876	808
应收账款	3,408	4,313	4,292	4,931	5,340
应收附属公司款项	1	1	0	0	0
其他流动资产	0	12	(0)	(0)	0
流动资产	5,200	4,970	5,257	5,807	6,148
固定资产	13,573	15,008	17,034	18,397	18,581
使用权资产	688	741	778	817	858
其他固定资产	479	414	435	457	480
非流动资产	14,740	16,163	18,247	19,670	19,918
总资产	19,940	21,134	23,504	25,477	26,066
应付账款	679	405	699	830	664
短期银行贷款	2,892	3,637	4,364	5,237	6,284
其他短期负债	1,527	132	141	150	160
流动负债	5,099	4,173	5,204	6,216	7,108
长期银行贷款	2,061	2,634	3,434	3,434	3,434
其他负债	1,018	1,019	619	866	497
非流动负债	3,079	3,653	4,053	4,300	3,931
总负债	8,178	7,826	9,257	10,517	11,039
少数股东权益	9	11	11	12	12
股东权益	11,753	13,297	14,237	14,949	15,015
负债及权益总额	19,940	21,134	23,504	25,477	26,066
每股账面值(港仙)	1.58	1.61	1.73	1.81	1.82
营运资金	101	797	54	(410)	(960)

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
净利率 (%)	42%	39%	39%	40%	39%
营运表现					
实际税率 (%)	23%	23%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	113%	48%	48%	48%	48%
存货周转天数	-	-	-	-	-
应付账款周转天数	375	375	375	375	375
应收账款周转天数	699	699	699	699	699
ROE (%)	8%	8%	8%	9%	9%
ROA (%)	5%	5%	5%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
收入/总资产	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13
总资产/股本	1.70	1.59	1.65	1.70	1.74
收入对利息倍数	121.9	514.0	476.5	456.1	411.7

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
融资成本	269	355	355	355	355
营运资金变化	(1,333)	696	(743)	(463)	(551)
所得税	(330)	(323)	(334)	(395)	(417)
营运现金流	2,899	753	2,209	1,600	1,621
资本开支	(1,547)	(2,630)	(2,367)	(2,367)	(2,367)
其他投资活动	16	20	0	0	0
投资活动现金流	(1,530)	(2,610)	(2,367)	(2,367)	(2,367)
负债变化	1,240	5,912	2,000	2,000	2,000
股本变化	3	8	0	0	0
股息	(857)	(752)	(752)	(752)	(752)
其他融资活动	(962)	(4,433)	(746)	(546)	(546)
融资活动现金流	(576)	735	502	702	702
现金变化	793	(1,122)	344	(65)	(44)
期初持有现金	1,105	1,791	645	965	876
汇率变动	(107)	(24)	(24)	(24)	(24)
期末持有现金	1,791	645	965	876	808

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析师声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。