

新能源

收盘价

港元 0.80

目标价

港元 1.17个

潜在涨幅

+46.3%

2025 年 3 月 3 日

信义能源 (3868 HK)

2024 年核心业绩超预期，电价新政有望保障存量项目电价趋稳

④ **2024 年下半年售电量大增推动核心业绩超预期：**公司2024年收入/归母净利润为24.4亿元/7.91亿元（人民币，下同），同比+7%/-12%，剔除0.38亿元商誉减值后，核心业绩优于我们预期约4%，受益于下半年弃光率下降等因素推动售电量超预期。2024年售电量同比增长17%至4472吉瓦时，其中下半年同比/环比大增27%/21%。2024年弃光率4.7%，下半年环比下降约2个百分点至约4%。2024年毛利率同比降2.3个百分点至65.6%，其中下半年同/环比提高1.2/2.5个百分点至66.7%。2024全年每股股息0.05港元，派息比例49%。公司2024年从母公司收购860兆瓦项目，符合此前0.7-1吉瓦的指引，考虑到限电、市场化交易等不确定性，2025年尚无明确收购规划。

④ **港元借款置换至人民币成效显著，融资利率大幅下降：**2024年下半年公司将港元借款大规模置换为利率更低的人民币借款，其占比由6月底的22%大增至年底的79%，推动年底平均借款利率降至3.5%，同/环比下降2.6/1.2个百分点，公司预计2025年将控制在3%以内，财务费用将大幅下降。但置换过程中内地子公司需向公司大规模分红，2024年产生股息预扣税0.76亿元，导致实际所得税率达32.4%（剔除后为25.7%），同比提高8.8个百分点。随着置换接近尾声，公司预计今年股息预扣税将大幅下降。

④ **电价新政有望保障存量项目电价趋稳，降低盈利不确定性：**近期国家出台电价新政推动新能源上网电量全部入市，但2025年6月1日以前投产的存量项目，仍可通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接。我们认为这有望保障公司存量项目电价在此前快速下降后趋稳，降低盈利不确定性，而由于新项目电价不确定性加大，公司收购项目速度将放缓。

④ **预计每股分红在2025-27年仍有温和增长，目前股息率吸引，维持买入：**公司将报表货币由港元改为人民币，经调整假设后我们预计2025/26/27年盈利分别为9.6/10.0/10.5亿元。由于公司盈利确定性改善及市场整体估值提高，我们将估值基准由8.5倍2025年市盈率提高至9.5倍，目标价上调至1.17港元（原1.02港元）。公司目前2025年股息率高达7.7%，我们认为估值吸引，维持买入。

财务数据一览

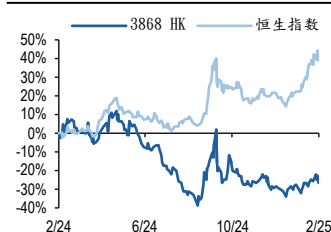
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	2,435	2,606	2,710	2,773	2,910
同比增长(%)		7.0	4.0	2.3	4.9
净利润(百万人民币)	993	858	1,029	1,064	1,125
每股盈利(人民币)	0.12	0.10	0.12	0.13	0.13
同比增长(%)		-13.2	21.8	3.5	5.7
前EPS预测值(人民币)			0.12	0.15	
调整幅度(%)			-1.0	-13.4	
市盈率(倍)	6.9	7.9	6.5	6.3	6.0
每股账面净值(人民币)	1.57	1.59	1.66	1.72	1.79
市账率(倍)	0.51	0.50	0.48	0.47	0.45
股息率(%)	7.6	6.3	7.7	7.9	8.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	1.22
52周低位(港元)	0.67
市值(百万港元)	6,701.32
日均成交量(百万)	16.10
年初至今变化(%)	1.27
200天平均价(港元)	0.81

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

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	2023 (重述)	2024	同比
营业收入	2,281	2,440	7.0
营业成本	-732	-841	14.8
毛利	1,548	1,600	3.3
其他收入	12	23	94.8
其他经营净收益	-5	-38	NM
行政费用	-51	-49	-4.9
应收账款减值损失	-7	-6	-6.8
营业利润	1,497	1,530	2.2
财务收入	6	3	-57.5
财务费用	-328	-365	11.1
投资收益	0	0	NM
除税前溢利	1,175	1,168	-0.6
所得税	-275	-376	36.7
净利润	900	792	-12.0
少数股东损益	2	1	-58.1
归母净利润	898	791	-12.0

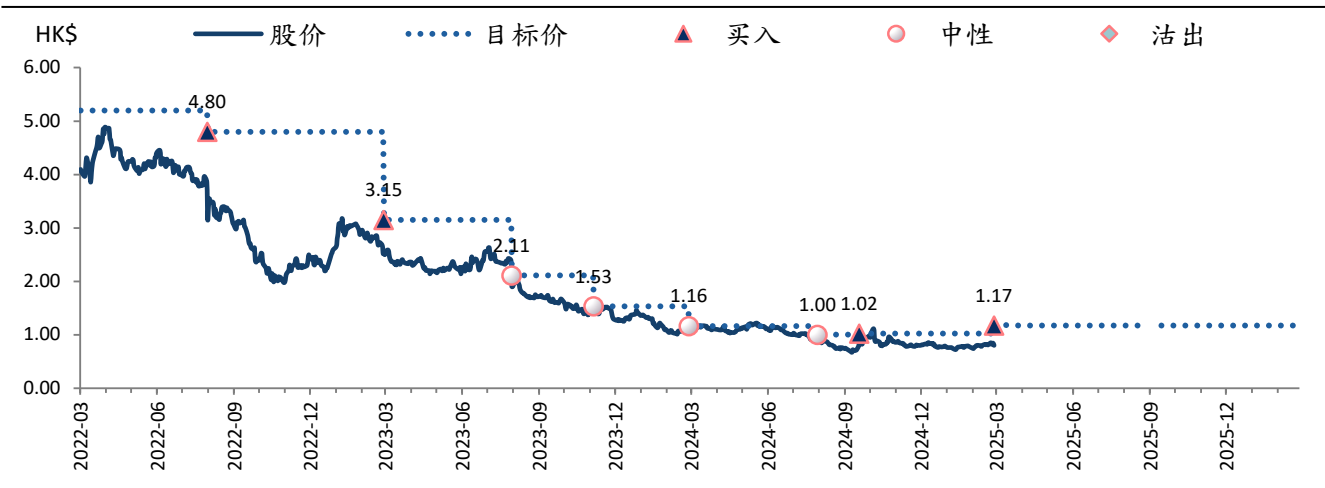
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司关键业务数据及预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新增装机量 (兆瓦)	637	860	300	500	500
累计装机量 (兆瓦)	3,695	4,555	4,855	5,355	5,855
售电量 (吉瓦时)	3,818	4,472	5,009	5,409	5,896
平均含税电价 (人民币元/千瓦时)	0.67	0.61	0.57	0.54	0.52
毛利率 (%)	67.9	65.6	64.1	63.6	63.1
实际所得税率 (%)	23.4	32.2	27.0	26.0	25.0

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
916 HK	龙源电力	买入	5.98	8.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.96	25.02	39.3%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.88	2.37	26.1%	2024 年 10 月 21 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.00	4.56	52.0%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.07	1.92	-7.2%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	70.90	104.80	47.8%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	40.40	57.10	41.3%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.03	9.93	41.3%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.24	1.77	42.7%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.29	4.28	30.1%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.52	3.80	8.0%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.34	13.15	-1.4%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	60.08	73.36	22.1%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	13.16	11.04	-16.1%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.80	1.17	46.3%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 02 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,435	2,606	2,710	2,773	2,910
主营业务成本	(782)	(898)	(973)	(1,009)	(1,074)
毛利	1,653	1,708	1,737	1,764	1,836
销售及管理费用	(55)	(52)	(54)	(55)	(58)
其他经营净收入/费用	13	25	24	24	24
经营利润	1,668	1,707	1,708	1,733	1,802
财务成本净额	(344)	(387)	(287)	(294)	(302)
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	(13)	(47)	(11)	0	0
税前利润	1,299	1,266	1,409	1,438	1,500
税费	(304)	(408)	(381)	(374)	(375)
非控股权益	(2)	(1)	0	0	0
净利润	993	858	1,029	1,064	1,125
作每股收益计算的净利润	959	845	1,029	1,064	1,125

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	647	377	393	402	422
应收账款及票据	3,808	4,489	5,012	5,369	5,617
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	402	408	408	408	408
总流动资产	4,837	5,276	5,814	6,179	6,448
物业、厂房及设备	14,606	16,438	16,499	17,090	17,631
无形资产	721	1,036	994	953	912
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	403	387	387	387	387
总长期资产	15,731	17,860	17,880	18,430	18,929
总资产	21,209	23,060	23,694	24,610	25,377
短期贷款	3,539	2,713	2,899	3,325	3,571
应付账款	46	61	61	61	61
其他短期负债	476	619	525	524	524
总流动负债	4,062	3,393	3,484	3,909	4,155
长期贷款	2,563	5,114	5,114	5,114	5,114
长期应付账款	15	16	16	16	16
其他长期负债	976	1,262	1,214	1,172	1,131
总长期负债	3,555	6,392	6,344	6,302	6,261
总负债	7,854	9,752	9,828	10,211	10,416
股本	76	77	77	77	77
储备及其他资本项目	12,864	13,274	13,789	14,321	14,883
股东权益	13,344	13,307	13,866	14,398	14,961
非控股权益	11	0	0	0	0
总权益	13,355	13,307	13,866	14,398	14,961

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,255	1,247	1,410	1,438	1,500
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	645	741	839	880	931
营运资本变动	(1,052)	(961)	(525)	(357)	(248)
利息调整	351	389	287	294	302
税费	(294)	(402)	(381)	(374)	(375)
其他经营活动现金流	(183)	16	(52)	(50)	(48)
经营活动现金流	721	1,031	1,577	1,831	2,062
资本开支	(2,509)	(2,452)	(858)	(1,430)	(1,430)
其他投资活动现金流	0	0	(89)	2	2
投资活动现金流	(2,509)	(2,452)	(947)	(1,428)	(1,428)
负债净变动	1,404	1,724	185	426	246
权益净变动	1,740	0	0	0	0
股息	(831)	(423)	(752)	(779)	(819)
其他融资活动现金流	(1,638)	(128)	(48)	(41)	(41)
融资活动现金流	703	1,180	(615)	(395)	(615)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	1,711	628	378	393	402
年末现金	628	378	393	402	422

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.116	0.101	0.123	0.127	0.134
全面摊薄每股收益	0.116	0.101	0.123	0.127	0.134
每股股息	0.061	0.051	0.061	0.064	0.067
每股账面值	1.567	1.594	1.655	1.719	1.786
利润率分析(%)					
毛利率	67.9	65.6	64.1	63.6	63.1
EBITDA利润率	92.2	91.1	93.5	94.2	93.9
EBIT利润率	65.6	62.7	62.6	62.5	61.9
净利率	40.8	32.9	38.0	38.4	38.7
盈利能力(%)					
ROA	8.2	8.0	7.7	7.7	7.7
ROE	8.0	6.9	8.1	8.0	8.2
ROIC	7.6	6.0	6.3	6.2	6.3
其他					
净负债权益比(%)	40.8	56.0	54.9	55.8	55.2
利息覆盖率	6.5	6.1	8.8	8.9	9.1
流动比率	1.2	1.6	1.7	1.6	1.6

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关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。