

2025年3月11日
 信义能源 (3868.HK)

公司动态分析

证券研究报告

业绩好于预期，维持稳定派息

信义能源公布公司2024年全年业绩，收入在2023年及2024年并购光伏电站发电收入贡献下增长，但期内受到限电及电价下滑影响，拖累公司净利润同比下降。公司拟派发末期股息2.7港仙/股，全年派息比例49%，股息率约5.1%。公司2025年PE8.1倍，公司项目储备充裕，且多分布在电力需求较好区域，目前估值有提升空间。

报告摘要

信义能源业绩好于预期，维持高派息。2024年信义能源收入同比增长7%至24.4亿元人民币。收入增长主要来自于公司在2023年并购的636.5MW光伏电站及2024年并购的860MW光伏电站的发电收入贡献推动。但期内新能源行业受到限电及市场化交易带来的电价下滑影响。2024年信义能源限电率达5%，市场化交易带来电价损失。信义能源毛利率由67.9%下降至65.6%，净利率由39.5%下降至32.4%。期内公司净利润同比下降12%至7.9亿元人民币。公司拟派发末期股息2.7港仙/股。全年派息比率49%。

信义能源在手项目以平价项目为主，受补贴影响小。2024年信义能源向母公司信义光能收购7个大型太阳能电站，装机容量合计860MW。至2024年底，信义能源持有及运营46个大型太阳能电站，总计装机容量4510.5MW。信义能源持有光伏电站中，平价项目装机容量为2776.5MW，占比61.6%。信义能源持有的带补贴光伏电站项目总计1734MW，其中约1GW进入第一批新能源合规清单。2024年信义能源合计回收补贴4.84亿元人民币。我们认为信义能源光伏平价项目为主，现金流受补贴回收拖欠影响较小。项目储备方面，母公司信义光能目前持有1.2GW储备项目可供信义能源收购，其中890MW为平价项目，我们预期信义能源会在合适的时间窗口进行收购。

公司积极进行贷款置换，财务成本持续下降。公司目前以人民币计值贷款的比例提升至80%。2024年财务成本已经下降至3.5%。（对比公司2023年全年财务成本6.1%，2024年上半年平均财务成本4.7%），管理层在财务成本处理方面的表现，令人印象深刻。贷款置换的过程中，国内公司向香港总公司分红，进行贷款置换，有5%的预缴税税率，涉及税务成本7500万，但为一次性开支。预期公司2025年财务成本有明显降幅。

展望2025年公司限电及电价下调影响有望好转。信义能源光伏电站项目在安徽及湖北省分别分布1536.5MW及980MW，占公司装机比例34.1%及21.7%。安徽省电力需求增速非常快，2024年社会用电量增速11.9%，市场供需情况好，公司项目参与市场电力交易效果较好。湖北省2025年有政策微调，利好湖北省项目的市场交易电价，限电及电价影响预期较2024年提升。我们预期2025年，公司受限电及电价下行的影响可能较2024年好转。海外市场方面，信义能源通过合资公司在马来西亚取得100MW光伏电站资源，预期于年内动工，在2026年投运。

投资建议 2024年信义能源收入同比增长7%至24.4亿元人民币，净利润同比下降12%至7.9亿元人民币。公司2024年派末期股息2.7港仙/股，全年派息比率49%，股息率5.1%。根据彭博一致预期，公司2025年净利润预期为9.4亿元人民币，公司目前估值为2025年PE8.1倍。我们认为公司新能源发电项目储备充裕，在手项目以平价项目为主，主要分布在电力需求较好省份，目前估值有提升空间。

风险提示：限电风险；电价进一步下行；政策执行力度不及预期。

电力

投资评级： 未有

6个月目标价 未有

股价 2025-3-10 0.99 港元

总市值(百万港元)	8,292.89
流通市值(百万港元)	8,292.89
总股本(百万股)	8,376.65
流通股本(百万股)	8,376.65
12个月低/高(港元)	0.66/1.25
平均成交(百万港元)	15.31

股东结构

信义光能	51.6%
创办人股东及一致行动人	21.5%
上海宁泉资产	8.0%
信义玻璃	5.5%
其他	13.4%
总共	100.0%

股价表现



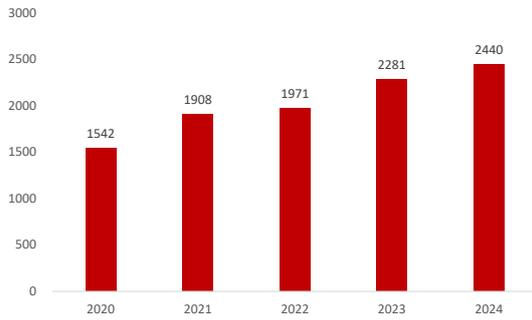
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	29.33	2.77	-25.62
绝对收益	24.05	15.29	-14.78

数据来源：彭博、港交所、公司

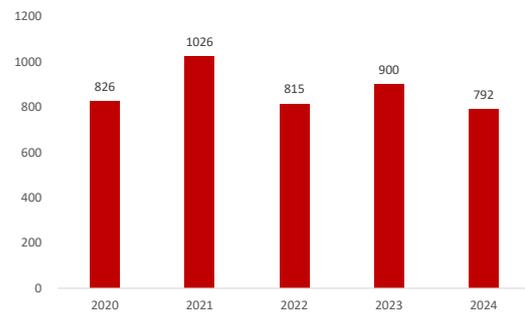
罗璐 能源行业分析师

+86 2213 1410

lilianluo@sdicsi.com.hk

图表 1：信义能源营业收入(百万 RMB)


资料来源：上市公司财报，国证国际

图表 2：信义能源净利润(百万 RMB)


资料来源：上市公司财报，国证国际

图表3：同业估值比较 - 港股上市发电企业

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率%*	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
火电																					
华能国际电力股份有限公司	902 HK Equity	98,460	4.4	12/2023	11.7	6.2	5.4	4.8	n/a	88.3	16.1	12.3	4.92	6.47	7.64	0.47	0.67	0.59	200.7	10.9	1.16
华润电力控股有限公司	836 HK Equity	93,291	18.34	12/2023	8.0	6.1	5.6	4.8	56.8	32.0	8.8	17.3	5.78	6.32	7.00	1.04	0.92	0.85	185.3	15.7	4.15
华电国际电力股份有限公司	1071 HK Equity	55,252	4.19	12/2023	11.0	7.3	6.3	6.1	n/a	51.3	15.6	3.7	2.10	5.75	7.02	0.98	0.86	0.76	274.3	10.0	2.27
大唐国际发电股份有限公司	991 HK Equity	45,283	1.45	12/2023	-ve E	6.2	5.9	n/a	n/a	n/a	4.5	n/a	0.56	n/a	n/a	0.92	n/a	n/a	620.0	4.3	0.96
中国电力国际发展有限公司	2380 HK Equity	36,121	2.94	12/2023	12.5	7.1	5.9	5.1	0.0	75.9	19.6	16.8	4.87	7.61	8.04	0.63	0.69	0.65	302.9	7.5	1.47
绿电																					
龙源电力集团股份有限公司	916 HK Equity	104,946	6.05	12/2023	7.6	7.2	6.4	5.7	26.2	6.1	11.8	13.2	4.03	3.82	4.14	0.69	0.63	0.59	173.5	7.5	2.21
新天绿色能源股份有限公司	956 HK Equity	24,706	3.63	12/2023	6.7	6.1	5.1	4.4	-3.8	9.4	20.3	13.9	6.41	6.54	7.72	0.68	0.61	0.57	179.4	10.5	2.74
中国大唐集团新能源股份有限公司	1798 HK Equity	16,075	2.21	12/2023	6.7	7.3	6.4	5.7	-23.5	-8.4	14.2	11.8	1.48	3.58	3.73	0.85	0.77	1.03	305.1	11.0	2.38
信义能源控股有限公司	3868 HK Equity	8,209	0.99	12/2024	10.4	8.1	7.3	7.0	-24.0	27.7	10.7	5.2	5.10	6.26	6.97	1.24	0.58	0.57	63.6	6.1	3.70
北京京能清洁能源电力股份有限公司	579 HK Equity	15,417	1.87	12/2023	4.6	5.1	4.3	n/a	1.6	-10.5	20.6	n/a	8.03	n/a	n/a	0.47	n/a	n/a	141.0	10.0	3.43
中国广核新能源控股有限公司	1811 HK Equity	10,081	2.37	12/2023	4.9	5.3	4.4	4.2	37.1	-7.1	19.0	5.8	5.19	4.59	5.57	0.85	0.82	0.73	364.0	16.4	3.07
协合新能源集团有限公司	182 HK Equity	4,071	0.5	12/2024	4.6	3.7	3.5	3.1	-2.4	24.3	8.0	11.1	6.86	8.35	9.20	0.43	0.39	0.37	164.8	9.5	2.54
平均					8.1	6.3	5.5	5.1													

 注：*净负债比率为负数代表净现金
 数据来源：彭博

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010