

信义能源 (03868.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

融资成本持续下降，拟发行 REITS 进一步改善现金流

业绩简评

8 月 1 日，公司发布 2025 年中报，上半年实现收入 12.1 亿元人民币，同比上升 7.7%，净利润 4.5 亿元人民币，同比上升 23.4%，每股派发中期股息 0.029 港元。

经营分析

电力市场化细则未明确导致收购延后，前期收购项目放量推动售电量同比增长 23%。上半年公司收购母公司信义能源光伏电站 30MW，截至 6 月底，公司持有电站总规模达 4.54GW，其中平价项目占比达 61.8%。目前母公司有约 1.2GW 储备项目可供收购（其中 860MW 为平价项目），因各省电力市场化细则尚未明确，公司无法确定收购项目的电价及成本，2025 年向母公司进行的年度收购计划延后执行，预计后续在相关地区细则明确后将逐步完成收购。上半年公司售电量同增 22.7% 至 2482 GWh，增长主要源自 2024 年收购项目的贡献。毛利率 61.8%，同比下降 2.4 pct，主要因结算电价有所下降，部分抵消了发电量带来的收入增加。

融资成本下降、经营现金流持续改善，拟发行 REITS 进一步改善现金流。上半年公司总融资成本同比下降 19% 至 1.48 亿元，主要来自实际利率下降及有息借款减少，截至 6 月 30 日公司净资产负债率较 24 年末下降 1.8PCT 至 54%。上半年公司经营性现金流增加至 3.1 亿元，平价项目占比提升降低公司对国补的依赖。6 月 3 日公司公告，建议中国上市发行太阳能发电场基础设施 REIT 的申请材料已递交发改委，发行 REITS 有望进一步改善公司现金流，增强风险管理能力。

“新老划断”政策利好存量电站，收益率有望保持相对稳定。公司现有项目均为 2025 年 6 月 1 日前并网的存量电站，136 号文规定存量项目可继续执行原有保障性电价政策，预计各省细则落地后存量电价将获得一定保障，公司存量电站收益相对稳定，市场化波动对电站收入影响可控。

盈利预测、估值与评级

根据公司最新电站运营情况，调整 2025-2027 年净利润预测至 9.17/9.51/10.16 亿元，按照 24 年的派息比例推算 25 年每股股息约 0.054 元，目前股价对应 2025 PE/PB/股息率分别为 10.3 倍/0.7 倍/4.8%，维持“买入”评级。

风险提示

补贴发放进度不及预期；电网消纳情况恶化；上网电价下降。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

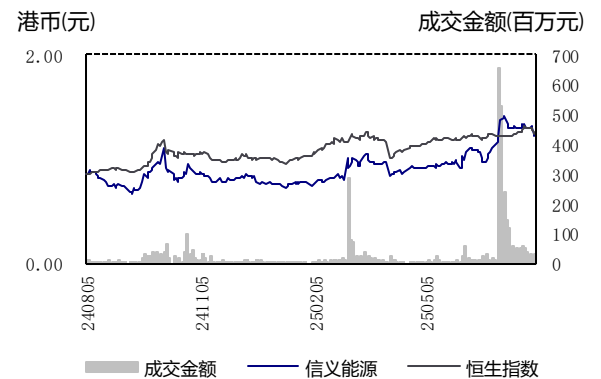
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (港币)：1.220 元

相关报告：

1. 《信义能源公司点评：平价项目助现金流大增，2025 年融资利率有...》，2025.3.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,281	2,440	2,495	2,588	2,727
营业收入增长率	10.31%	6.98%	2.24%	3.74%	5.36%
归母净利润(百万元)	900	791	917	951	1,016
归母净利润增长率	3.70%	-12.11%	15.97%	3.65%	6.84%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.09	0.11	0.11	0.12
每股经营性现金流净额	0.08	0.11	0.20	0.24	0.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.47%	6.32%	6.83%	6.62%	6.60%
P/E	12.36	7.77	10.34	9.98	9.34
P/B	0.90	0.49	0.71	0.66	0.62

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,068	2,281	2,440	2,495	2,588	2,727
增长率	—	10.3%	7.0%	2.2%	3.7%	5.4%
主营业务成本	608	732	841	929	972	1,036
%销售收入	29.4%	32.1%	34.4%	37.2%	37.5%	38.0%
毛利	1,460	1,549	1,600	1,566	1,617	1,691
%销售收入	70.6%	67.9%	65.6%	62.8%	62.5%	62.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	64	51	49	62	65	60
%销售收入	3.1%	2.2%	2.0%	2.5%	2.5%	2.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,377	1,498	1,530	1,536	1,577	1,661
%销售收入	66.6%	65.7%	62.7%	61.6%	60.9%	60.9%
财务费用	240	322	362	313	310	307
%销售收入	11.6%	14.1%	14.8%	12.6%	12.0%	11.3%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,402	1,504	1,551	1,524	1,577	1,661
营业利润率	67.8%	65.9%	63.6%	61.1%	60.9%	60.9%
营业外收支						
税前利润	1,136	1,176	1,168	1,223	1,268	1,354
利润率	54.9%	51.6%	47.8%	49.0%	49.0%	49.7%
所得税	266	275	376	306	317	339
所得税率	23.4%	23.4%	32.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	870	901	792	917	951	1,016
少数股东损益	2	2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	868	900	791	917	951	1,016
净利率	42.0%	39.4%	32.4%	36.8%	36.7%	37.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	868	900	791	917	951	1,016
少数股东损益	2	2	1	0	0	0
非现金支出	169	71	86	304	319	322
非经营收益						
营运资金变动	1,018	-893	-620	-352	-89	-159
经营活动现金净流	2,590	682	956	1,673	1,994	2,018
资本开支	-1,381	-2,397	-2,301	-800	-1,200	-1,500
投资	13	26	3	-5	0	0
其他	2	6	3	32	0	0
投资活动现金净流	-1,367	-2,366	-2,296	-773	-1,200	-1,500
股权募资	696	1,475	0	0	0	0
债权募资	-24	1,150	1,405	50	50	50
其他	-1,187	-1,958	-300	-317	-319	-322
筹资活动现金净流	-515	666	1,105	-267	-269	-272
现金净流量	613	-1,038	-234	633	524	246

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,600	585	354	987	1,511	1,757
应收款项	3,045	3,909	4,609	4,974	5,088	5,285
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	11	-23	7	7	7
流动资产	4,645	4,504	4,941	5,968	6,606	7,049
%总资产	26.1%	23.5%	22.8%	26.3%	27.8%	28.4%
长期投资	0	0	1	1	1	1
固定资产	12,124	13,600	15,395	15,405	15,805	16,477
%总资产	68.1%	71.0%	71.0%	67.9%	66.6%	66.4%
无形资产	333	312	275	261	248	236
非流动资产	13,167	14,647	16,727	16,733	17,120	17,780
%总资产	73.9%	76.5%	77.2%	73.7%	72.2%	71.6%
资产总计	17,812	19,152	21,669	22,701	23,726	24,828
短期借款	2,584	3,296	2,541	2,541	2,541	2,541
应付款项	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,971	487	636	674	699	736
流动负债	4,554	3,782	3,178	3,215	3,240	3,278
长期贷款	1,841	2,387	4,789	4,839	4,889	4,939
其他长期负债	909	923	1,197	1,226	1,226	1,226
负债	7,305	7,092	9,164	9,280	9,355	9,443
普通股股东权益	10,499	12,050	12,504	13,421	14,371	15,386
其中：股本	66	75	72	72	72	72
未分配利润	11,283	13,134	12,875	13,792	14,742	15,757
少数股东权益	8	10	0	0	0	0
负债股东权益合计	17,812	19,152	21,669	22,701	23,726	24,828

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.12	0.11	0.10	0.11	0.11	0.12
每股净资产	1.41	1.46	1.49	1.59	1.70	1.82
每股经营现金净流	0.35	0.08	0.11	0.20	0.24	0.24
每股股利	0.00	0.00	0.00	—	—	—
回报率						
净资产收益率	8.27%	7.47%	6.32%	6.83%	6.62%	6.60%
总资产收益率	4.87%	4.70%	3.65%	4.04%	4.01%	4.09%
投入资本收益率	7.06%	6.47%	5.23%	5.54%	5.43%	5.45%
增长率						
主营业务收入增长率	—	10.31%	6.98%	2.24%	3.74%	5.36%
EBIT 增长率	—	8.83%	2.12%	0.42%	2.66%	5.32%
净利润增长率	—	3.70%	-12.11%	15.97%	3.65%	6.84%
总资产增长率	—	7.52%	13.14%	4.76%	4.52%	4.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	250.7	507.0	571.6	633.3	643.1	628.5
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	—	—	—	—	—	—
固定资产周转天数	1,055.2	2,029.8	2,138.6	2,222.0	2,170.4	2,130.7
偿债能力						
净负债/股东权益	35.54%	49.93%	65.36%	56.77%	49.72%	45.17%
EBIT 利息保障倍数	5.7	4.6	4.2	4.8	4.9	5.2
资产负债率	41.01%	37.03%	42.29%	40.88%	39.43%	38.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.60

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-02-29	买入		N/A
2	2024-08-01	买入		N/A
3	2025-03-01	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806