

新能源

收盘价

港元 1.22

目标价

港元 1.28个

潜在涨幅

+4.9%

2025 年 8 月 4 日

信义能源 (3868 HK)

电价下降超预期，短期限电风险加大，下调至中性

- ④ **强光照推动利用小时提高，但电价下降超预期：**公司1H25收入/盈利12.1/4.50亿元（人民币，下同），同比增7.7%/23.4%。售电量增长22.7%，由于光照较强，利用小时增长超3%，限电率则提高约10个百分点至14%-15%。由于新收购项目电价较低和市场交易电价下降，含税平均电价下降12%至0.55元/千瓦时，低于我们预期。毛利率降2.5个百分点至61.8%，毛利则仍增长3.5%。每股股息0.029港元，派息比例49%，同比基本持平。根据此前签订的协议，公司应收购母公司230兆瓦项目，其中1H25仅完成30兆瓦，剩余200兆瓦将在机制电价明确后再完成。我们预计由于电价全面市场化将压缩新建项目收益率，公司未来收购速度将明显放缓。
- ④ **港元借款已全部置换为人民币，融资利率继续下降：**1H25公司已将港元借款全部置换为利率更低的人民币借款（去年底人民币借款占比79%），推动期末平均借款利率环比下降0.62个百分点至2.88%。由于置换金额减少，股息预扣税大减89%至0.03亿元，推动实际所得税率下降7.7个百分点至23.1%。财务费用减少19%和所得税率大降是盈利增长的重要原因，但我们预计进一步下降空间已较有限。
- ④ **光伏抢装下短期限电风险加大：**1H25全国光伏发电利用率同比下降3个百分点至94%，但由于136号文和分布式光伏新政导致的抢装，中国内地光伏新增装机高达212吉瓦，同比大增107%。尽管抢装结束后装机将放缓，但我们预计并网容量激增仍将导致短期内光伏限电风险加大。
- ④ **下调至中性：**我们将2025-27年盈利下调6%/7%/9%，由于市场整体估值提升，将估值基准由9.5倍市盈率提高至10倍，并由2025年切换至2026年，上调目标价至1.28港元（原1.17港元），对应5.0%的2026年股息率。公司股价近期大涨后已接近目标价，我们认为在不确定性较多的情况下估值吸引力有限，评级下调至中性。

财务数据一览

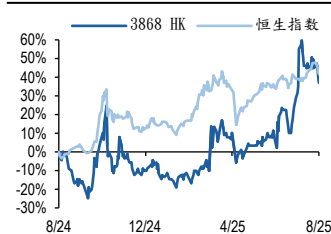
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	2,281	2,440	2,472	2,499	2,575
同比增长(%)		7.0	1.3	1.1	3.0
净利润(百万人民币)	898	791	964	985	1,022
每股盈利(人民币)	0.11	0.09	0.12	0.12	0.12
同比增长(%)		-13.2	21.9	2.1	3.8
前EPS预测值(人民币)			0.12	0.12	0.13
调整幅度(%)			0.0	-1.2	-3.1
市盈率(倍)	10.3	11.9	9.7	9.5	9.2
每股账面净值(人民币)	1.47	1.49	1.55	1.61	1.67
市账率(倍)	0.76	0.75	0.72	0.70	0.67
股息率(%)	4.9	4.2	5.1	5.2	5.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	1.42
52周低位(港元)	0.67
市值(百万港元)	10,312.95
日均成交量(百万)	22.07
年初至今变化(%)	54.43
200天平均价(港元)	0.99

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)	1H24	2H24	1H25	同比(%)	环比(%)
营业收入	1,124.1	1,316.4	1,210.2	7.7%	-8.1%
营业成本	-401.7	-439.0	-462.8	15.2%	5.4%
毛利	722.3	877.4	747.4	3.5%	-14.8%
其他收入	9.0	13.9	13.5	49.7%	-2.7%
其他经营净收益	3.7	-41.4	7.7	106.5%	NM
行政费用	-22.6	-26.0	-31.9	41.4%	23.0%
应收账款减值损失	-5.6	-0.9	-5.4	-3.1%	NM
经营利润	706.9	823.1	731.3	3.4%	-11.1%
财务收入	2.6	0.0	1.8	-29.3%	NM
财务费用	-182.2	-182.6	-147.5	-19.0%	-19.2%
投资收益	0.0	-0.1	-0.4	NM	NM
除税前溢利	527.3	640.4	585.2	11.0%	-8.6%
所得税	-162.3	-213.9	-135.3	-16.6%	-36.7%
净利润	365.0	426.5	449.8	23.2%	5.5%
归母净利润	364.4	426.4	449.8	23.4%	5.5%
少数股东损益	0.5	0.1	0.0	-100.0%	-100.0%

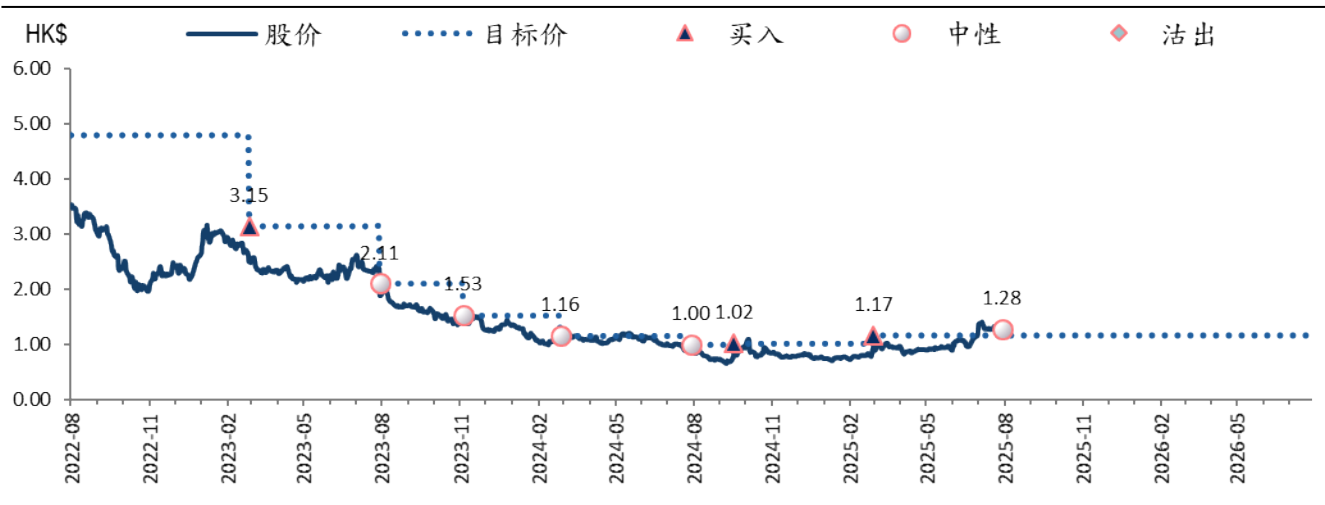
资料来源：公司资料，交银国际

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	100	200	200
累计装机量 (兆瓦)	3,651	4,511	4,611	4,811	5,011
售电量 (吉瓦时)	3,818	4,472	5,053	5,205	5,465
平均含税电价 (人民币元/千瓦时)	0.67	0.61	0.55	0.54	0.53
毛利率 (%)	67.9	65.6	63.0	62.5	62.0
实际所得税率 (%)	23.4	32.2	23.5	24.0	24.0

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
2380 HK	中国电力	买入	3.05	3.77	23.6%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.37	3.03	27.8%	2025 年 05 月 02 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.99	7.81	11.7%	2025 年 04 月 30 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.26	2.65	17.3%	2025 年 03 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.14	23.06	20.5%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	75.30	72.50	-3.7%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	44.08	43.30	-1.8%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	6.72	6.28	-6.5%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.16	1.49	28.4%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
968 HK	信义光能	买入	3.09	3.70	19.7%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造（光伏玻璃）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.66	11.45	7.4%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	4.88	3.47	-28.9%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	43.38	49.82	14.8%	2025 年 07 月 16 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	14.64	16.50	12.7%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	中性	1.22	1.28	4.9%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 1 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	2,281	2,440	2,472	2,499	2,575
主营业务成本	(732)	(841)	(914)	(937)	(979)
毛利	1,548	1,600	1,557	1,562	1,597
销售及管理费用	(51)	(49)	(49)	(50)	(52)
其他经营净收入/费用	12	23	23	23	23
经营利润	1,509	1,574	1,531	1,535	1,568
财务成本净额	(322)	(362)	(261)	(240)	(224)
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	(12)	(44)	(10)	0	0
税前利润	1,175	1,168	1,260	1,295	1,344
税费	(275)	(376)	(296)	(311)	(323)
非控股权益	(2)	(1)	0	0	0
净利润	898	791	964	985	1,022
作每股收益计算的净利润	898	791	964	985	1,022

资产负债表简表 (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	588	354	359	363	374
应收账款及票据	3,566	4,205	4,687	5,017	5,244
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	377	382	382	382	382
总流动资产	4,531	4,941	5,428	5,762	6,000
物业、厂房及设备	13,680	15,395	14,892	14,643	14,375
无形资产	675	970	931	893	854
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	378	362	362	362	362
总长期资产	14,733	16,727	16,186	15,898	15,591
总资产	19,263	21,669	21,614	21,660	21,590
短期贷款	3,315	2,541	2,145	1,736	1,193
应付账款	44	57	57	57	57
其他短期负债	446	580	484	486	487
总流动负债	3,804	3,178	2,686	2,279	1,737
长期贷款	2,401	4,789	4,789	4,789	4,789
长期应付账款	14	15	15	15	15
其他长期负债	914	1,182	1,137	1,098	1,059
总长期负债	3,330	5,986	5,941	5,902	5,864
总负债	7,134	9,164	8,627	8,181	7,601
股本	71	72	72	72	72
储备及其他资本项目	12,048	12,432	12,914	13,406	13,917
股东权益	12,120	12,504	12,986	13,479	13,990
非控股权益	10	0	0	0	0
总权益	12,130	12,504	12,986	13,479	13,990

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	1,175	1,168	1,260	1,295	1,344
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	604	699	809	824	843
营运资本变动	(899)	(620)	(491)	(329)	(225)
利息调整	322	362	261	240	224
税费	(292)	(382)	(296)	(311)	(323)
其他经营活动现金流	(235)	(272)	(49)	(47)	(45)
经营活动现金流	676	956	1,494	1,673	1,818
资本开支	(2,369)	(2,301)	(268)	(536)	(536)
其他投资活动现金流	20	5	(84)	2	2
投资活动现金流	(2,350)	(2,296)	(352)	(534)	(534)
负债净变动	1,184	1,478	(397)	(409)	(543)
权益净变动	1,476	0	0	0	0
股息	(682)	(291)	(696)	(687)	(692)
其他融资活动现金流	(1,320)	(82)	(45)	(39)	(39)
融资活动现金流	659	1,105	(1,138)	(1,135)	(1,274)
汇率收益/损失	1	1	0	0	0
年初现金	1,603	588	354	359	363
年末现金	588	354	359	363	374

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	0.109	0.094	0.115	0.118	0.122
全面摊薄每股收益	0.109	0.094	0.115	0.118	0.122
每股股息	0.055	0.047	0.058	0.059	0.061
每股账面值	1.468	1.493	1.550	1.609	1.670
利润率分析(%)					
毛利率	67.9	65.6	63.0	62.5	62.0
EBITDA利润率	92.2	91.4	94.3	94.4	93.6
EBIT利润率	65.6	62.7	61.5	61.4	60.9
净利率	39.4	32.4	39.0	39.4	39.7
盈利能力(%)					
ROA	7.7	7.5	7.0	7.1	7.3
ROE	7.5	6.4	7.6	7.4	7.4
ROIC	7.1	5.6	6.0	6.0	6.1
其他					
净负债权益比(%)	42.3	55.8	50.6	45.7	40.1
利息覆盖率	6.5	6.2	8.9	9.8	10.8
流动比率	1.2	1.6	2.0	2.5	3.5
应收账款周转天数	543.4	581.1	656.6	708.6	727.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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有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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、多点多智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股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，而非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。