

## 买入

## 2022 年新增电站 1GW，稳定高派息

信义能源 (3868.HK)

2022-03-09 星期三

## 投资要点

目标价: **5.66 港元**

现价: 3.97 港元

预计升幅: 43%

## 重要数据

日期	2022-03-08
收盘价 (港元)	3.97
总股本 (亿股)	71.1
总市值 (亿港元)	282
净资产 (百万港元)	12,553
总资产 (百万港元)	21,202
52 周高低 (港元)	5.76/3.09
每股净资产 (港元)	1.77

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 (50.05%)  
 信义集团(玻璃)有限公司 (5.528%)

## 相关报告

首次报告-20201209  
 更新报告-20210310  
 更新报告-20210818

## 研究部

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

➤ **2021 年盈利同比增长 33.7%，持续高派息：**

2021 年公司实现收益为 22.97 亿港元，同比增长 33.4%；归属股东溢利为 12.32 亿港元，同比增长 33.7%；每股基本盈利为 17.33 港仙，截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手现金 11.05 亿港元，可分派收入同比增长 23.3%至 1,242.7 百万港元，建议末期股息 10 港仙，全年股息 17.4 港仙，股息分派比率 100%。

➤ **2022 年计划收购光伏电站 1GW，以平价项目为主：**

截至 2021 年 12 月 31 日，公司共持有在运营中的 28 个大型集中式太阳能电站总核准容量为 2,494MW。2022 年公司计划新收购光伏电站 1GW，累计装机容量同比增长约 40%，主要以平价项目为主，一半向母公司信义光能收购，一半向第三方收购，考虑到项目投产时间，预期会在 2022 年下半年完成收购，预计公司 2022 年收入增长主要来自 2021 年新增 660MW 以及 2022 年新收购项目的部分贡献。

➤ **融资成本优势明显，现金流良好：**

2021 年公司银行贷款实际年利率为 1.21%，公司的融资成本优势以及高效的运营效率，使得以市场价格收购后电站，能获得优于同行的回报率水平。2021 年净负债率上升至 30%，但经营现金流对于可分派收入的覆盖率依然达到 98.6%，基于公司良好现金流情况，预期公司将维持稳定高派息，即每年派息额不少于可分派收入的 90%。

➤ **目标价 5.66 港元，维持买入评级：**

我们看好公司持续高派息给股东稳定回报，更新公司目标价至 5.66 港元，相当于 2022 年和 2023 年 27 倍和 22 倍 PE，目标价较现价有 43% 的上升空间，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业额	1,593	1,722	2,297	2,730	3,270
同比增长(%)	31.7%	8.1%	33.4%	18.9%	19.8%
净利润	891	922	1,232	1,482	1,803
同比增长(%)	19.6%	3.5%	33.6%	20.2%	21.7%
每股盈利 (港仙)	15.03	13.44	17.33	20.84	25.36
PE@3.97HKD	26.4	29.5	22.9	19.0	15.7
每股股息 (港仙)	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00
股息率	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

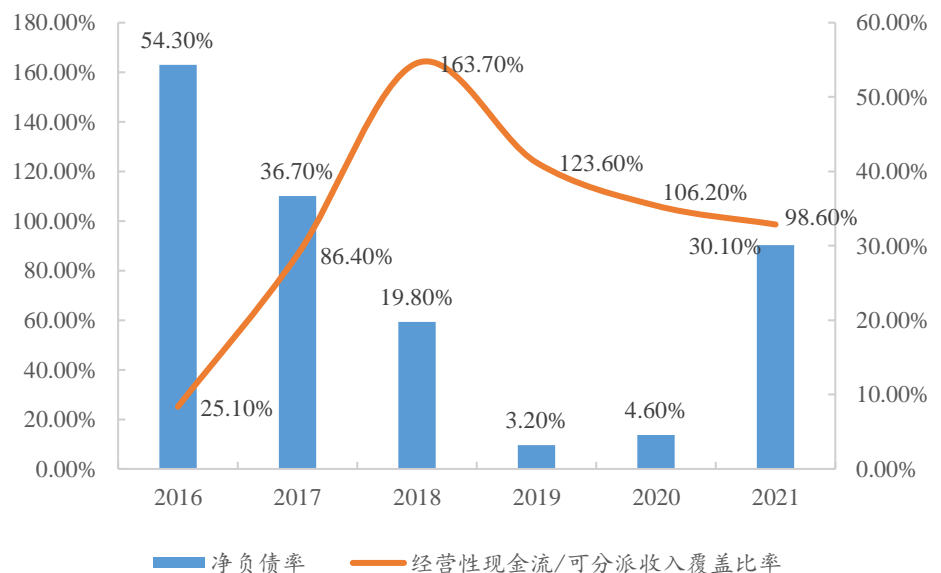
### 2021 年盈利同比增长 33.7%，持续高派息：

2021 年公司实现收益为 22.97 亿港元，同比增长 33.4%；归属股东溢利为 12.32 亿港元，同比增长 33.7%；每股基本盈利为 17.33 港仙，截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手现金 11.05 亿港元，可分派收入同比增长 23.3% 至 1,242.7 百万港元，建议末期股息 10 港仙，全年股息 17.4 港仙，股息分派比率 100%。

2021 年公司电力销售及电价调整贡献的收益分别同比大幅增加 55.8% 至 10.69 亿港元及 18.6% 至 12.18 亿港元，太阳能发电的收益增长主要由于 2020 年收购的五个合共 340 兆瓦的太阳能发电场项目全面投入运作（2020 年组合）及 2021 年完成收购的八个合共 660 兆瓦的新太阳能发电场项目（2021 年组合）的贡献。

2021 年全年总售电量同比增长约 43.3%，主要受益年内日照有所上升，迭加高效运维提升发电效率，以及未受任何限电影响。

图 1：公司财务数据



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 融资成本优势明显，现金流良好：

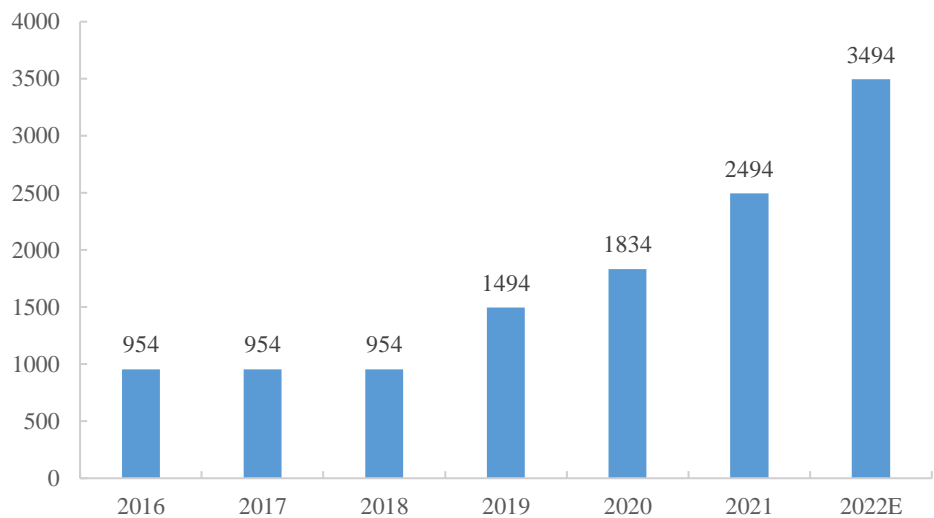
2021 年公司银行贷款实际年利率为 1.21%，公司的融资成本优势以及高效的运营效率，使得以市场价格收购后电站，能获得优于同行的回报率水平。2021 年净负债率上升至 30%，但经营现金流对于可分派收入的覆盖率依然达到 98.6%，基于公司良好现金流情况，预期公司将维持稳定高派息，即每年派息额不少于可分派收入的 90%。

### 2022 年计划收购光伏电站 1GW，以平价项目为主：

截至 2021 年 12 月 31 日，公司共持有在运营中的 28 个大型集中式太阳能电站总核准容量为 2,494MW。公司所有含补贴的电站项目，合计 1,724MW，已全部获纳入《可再生能源发电补贴项目列表》，累计获得电价调整约人民币 2,432.7 百万元。

2022 年公司计划新收购光伏电站 1GW，累计装机容量同比增长约 40%，主要以平价项目为主，一半向母公司信义光能收购，一半向第三方收购，考虑到项目投产时间，预期会在 2022 年下半年完成收购，截至 2021 年 12 月 31 日，信义光能持有、在建及待建的储备项目总核准容量超过 2 吉瓦。预计公司 2022 年收入增长主要来自 2021 年新增 660MW 以及 2022 年新收购项目的部分贡献。

**图 2：公司项目核准总规模（MW）**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 目标价 5.66 港元，维持买入评级：

我们看好公司 2022 年及以后新收购电站加速带来未来业绩增长，亦看好公司持续高派息给股东稳定回报。

公司是香港市场光伏运营商板块财务稳健，稳定高派息的首选标的。对标香港公用事业股，我们更新公司目标价至 5.66 港元，相当于公司 2022 年和 2023 年 27 倍和 22 倍 PE，目标价较现价有 43% 的上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

项目收购延迟，派息低于预期，补贴回款速度不及预期

**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			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.66	2,176	36.2	28.7	28.5	6.4	3.2	0.4	0.4	0.3
	2638.HK	港灯-SS	HKD	7.90	698	25.6	25.4	25.2	25.0	1.5	1.5	1.5	1.5
	0002.HK	中电控股	HKD	77.85	1,967	17.2	4.7	3.9	4.1	1.7	0.3	0.3	0.3
	0270.HK	粤海投资	HKD	10.48	685	15.2	12.4	10.9	10.0	1.5	1.5	1.5	1.4
	<b>平均</b>					<b>23.5</b>	<b>17.8</b>	<b>17.1</b>	<b>11.4</b>	<b>2.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	31.85	1,172	35.3	23.8	15.7	14.9	5.0	4.9	4.9	4.9
	0968.HK	信义光能	HKD	13.26	1,179	25.9	0.0	19.0	15.0	3.9	3.8	3.2	3.1
		<b>平均</b>				<b>30.6</b>	<b>11.9</b>	<b>17.3</b>	<b>15.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>
	3868.HK	信义能源	HKD	3.97	282	30.6	32.7	27.2	22.3	2.2	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**损益表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020	2021	2022E	2023E
<b>收入</b>	1,593	1,722	2,297	2,730	3,270
销售成本	(378)	(475)	(617)	(710)	(850)
毛利	1,215	1,247	1,679	2,020	2,420
其他收入	6	9	23	28	33
其他收益淨額	0	2	(22)	(27)	(32)
财务收入	29	41	19	19	19
融资成本	(177)	(166)	(188)	(188)	(188)
行政开支	(51)	(45)	(55)	(88)	(105)
所得税	(131)	(166)	(222)	(282)	(343)
税前利润	1,022	1,089	1,456	1,764	2,146
净利润	891	922	1,235	1,482	1,803
<b>归属股东净利润</b>	891	922	1,232	1,482	1,803
折旧及摊销	354	361	368	375	383
<b>增长</b>					
总收入 (%)	33%	8%	33%	19%	20%
净利润 (%)	20%	4%	34%	20%	22%

**资产负债表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020	2021	2022E	2023E
现金	1,631	1,312	1,105	1,215	1,308
应收账款	3,052	3,916	5,031	5,230	6,265
应收附属公司款项	0	0	3	0	0
其他流动资产	0	0	(0)	0	(0)
<b>流动资产</b>	4,684	5,229	6,139	6,445	7,572
固定资产	9,496	10,998	13,838	15,222	16,744
使用权资产	439	508	699	734	770
其他固定资产	348	499	527	714	742
<b>非流动资产</b>	10,283	12,005	15,063	16,669	18,256
<b>总资产</b>	14,966	17,234	21,202	23,115	25,828
应付账款	388	720	831	488	634
短期银行贷款	727	1,210	2,036	2,240	2,464
其他短期负债	1,761	1,846	1,837	2,017	2,216
<b>流动负债</b>	2,876	3,775	4,704	4,745	5,313
长期银行贷款	1,226	653	2,844	3,444	4,044
其他负债	671	795	1,093	1,140	1,195
<b>非流动负债</b>	1,897	1,448	3,937	4,584	5,239
<b>总负债</b>	4,773	5,224	8,641	9,329	10,552
少数股东权益	0	0	0	0	1
<b>股东权益</b>	10,194	12,010	12,560	13,786	15,276
<b>负债及权益总额</b>	14,966	17,234	21,202	23,115	25,828
每股账面值(港仙)	1.51	1.69	1.77	1.94	2.15
营运资金	1,808	1,454	1,434	1,700	2,259

**财务分析**

	2019A	2020	2021	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
净利率(%)	56%	54%	54%	54%	55%
<b>营运表现</b>					
实际税率(%)	13%	15%	15%	16%	16%
股息支付率(%)	102%	108%	100%	77%	67%
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 (%)	11%	8%	10%	11%	12%
ROA (%)	8%	6%	6%	7%	7%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.11	0.10	0.11	0.12	0.13
总资产/股本	1.47	1.43	1.69	1.68	1.69
收入对利息倍数	(3,687.7)	(700.3)	102.5	101.5	101.3

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
融资成本	534	480	485	490	495
营运资金变化	481	(354)	(20)	266	559
所得税	(132)	(166)	(222)	(282)	(343)
<b>营运现金流</b>	1,120	768	647	1,361	1,344
资本开支	(2,182)	(1,967)	(1,167)	(1,167)	(1,167)
其他投资活动	13	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2,169)	(1,967)	(1,167)	(1,167)	(1,167)
负债变化	360	200	600	600	600
股本变化	67	4	0	0	0
股息	(654)	(654)	(654)	(654)	(654)
其他融资活动	2,506	1,352	387	(9)	(9)
<b>融资活动现金流</b>	2,280	902	334	(63)	(63)
<b>现金变化</b>	1,232	(297)	(186)	132	115
期初持有现金	421	1,631	1,312	1,105	1,215
汇率变动	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
期末持有现金	1,631	1,312	1,105	1,215	1,308

## 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。

#### 分析员声明

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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyza.com.hk>