

买入

持续高派息，下半年电站收购有望提速

信义能源 (3868.HK)

2022-08-08 星期一

投资要点

目标价: **4.5 港元**
 现价: 3.49 港元
 预计升幅: 29%

➤ 2022H1 盈利 6.23 亿港元，持续高派息：

2022H1 公司实现收入为 12.58 亿港元，同比增长 13.1%；归属股东溢利为 6.23 亿港元，同比增长 0.4%；每股基本盈利为 8.66 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 5.63 亿港元，同比增长 7.1%，建议末期股息 7.7 港仙，股息分派占可分派收入 100%。公司收入增长主要来自 2021 年收购 660MW 项目带来 2022H1 售电量同比增长 21%。

重要数据

| 日期 | 2022-08-05 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 3.49 |
| 总股本 (亿股) | 72.98 |
| 总市值 (亿港元) | 256 |
| 净资产 (百万港元) | 12,388 |
| 总资产 (百万港元) | 20,968 |
| 52 周高低 (港元) | 5.63/3.13 |
| 每股净资产 (港元) | 1.70 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 2022H1 收购平价项目 40MW，下半年电站收购有望提速：

截至 2022 年 6 月底，公司共持有在运营中的 29 个大型集中式太阳能电站 2,534MW，其中平价及竞价项目占 34%，所有含补贴项目 1,724MW 已全部补贴清单目录。2022H1 公司完成向第三方收购 40MW 项目，计划下半年向信义光能收购 650MW 平价项目，及向第三方收购不少于 300MW 项目，其中 130MW 已于 7 月完成收购。公司原计划 2022 年新增电站 1GW，上半年受疫情及组件价格上涨影响有所放缓，预期下半年公司将根据潜在项目施工进度，并确保合理回报基础上进行收购。

➤ 财务稳健，经营现金流大幅上升：

2022H1 公司经营现金流大幅上升至 5.98 亿港元 (2021H1:2.97 亿港元) 2022H1 净负债率 24.5% (2021:30.1%)，经营现金流对于可分派收入的覆盖率达到 106%，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 4.5 港元，维持买入评级：

我们更新公司目标价至 4.5 港元，相当于 2022 年和 2023 年 23 倍和 19 倍 PE，目标价较现价有 29% 的上升空间，维持买入评级。

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
 更新报告-20220309

研究部

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

| 百万港元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 | 1,722 | 2,297 | 2,730 | 3,297 | 3,965 |
| 同比增长(%) | 8.1% | 33.4% | 18.9% | 20.8% | 20.3% |
| 净利润 | 922 | 1,232 | 1,375 | 1,659 | 1,997 |
| 同比增长(%) | 3.5% | 33.6% | 11.6% | 20.7% | 20.3% |
| 每股盈利 (港仙) | 13.44 | 17.33 | 19.34 | 23.34 | 28.08 |
| PE@3.49HKD | 26.0 | 20.1 | 18.0 | 15.0 | 12.4 |
| 每股股息 (港仙) | 15.00 | 16.00 | 17.00 | 18.00 | 19.00 |
| 股息率 | 4.3% | 4.6% | 4.9% | 5.2% | 5.4% |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2022H1 盈利 6.23 亿港元，持续高派息：

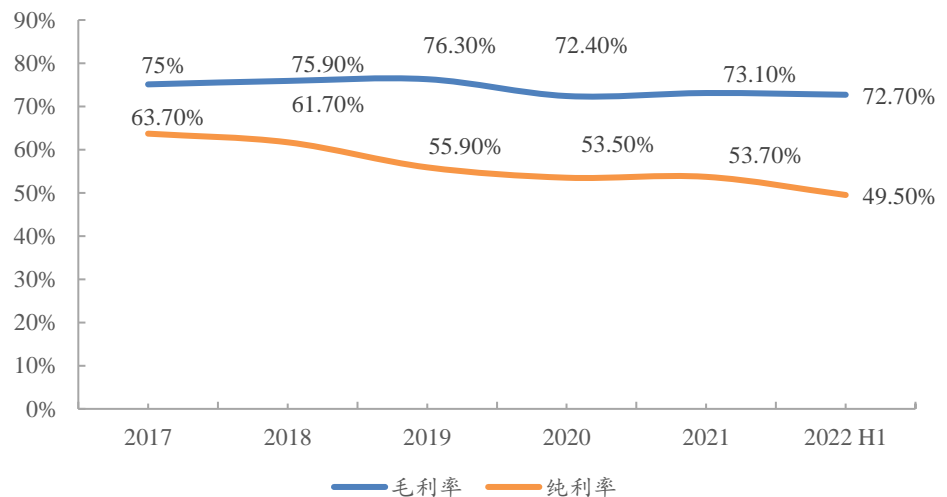
2022H1 公司实现收入为 12.58 亿港元，同比增长 13.1%；归属股东溢利为 6.23 亿港元，同比增长 0.4%；每股基本盈利为 8.66 港仙，截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手现金 11.05 亿港元，可分派收入 5.63 亿港元，同比增长 7.1%，建议末期股息 7.7 港仙，股息分派占可分派收入 100%。公司收入增长主要来自 2021 年收购 660MW 项目带来 2022H1 售电量同比增长 21%。

2022H1 公司经调整 EBITDA 为 1,182.7 百万港元，同比增加 11.8%。经调整 EBITDA 率同比下降 1.1 个百分点至 94.0%。

2022H1 公司毛利同比增长 10.9% 至 914.5 百万港元，增幅主要由于太阳能发电贡献更多收益所致。公司整体毛利率同比减少 1.4 个百分点至 72.7%，主要由于销售成本的升幅高于收益的上涨。

2022H1 公司纯利率同比下跌 55.8% 至 49.5%，主要由于物业、厂房及设备以及使用权资产折旧费用；所得税开支；融资成本；及行政开支的增加所致。

图 1：公司历年毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

财务稳健，经营现金流大幅上升：

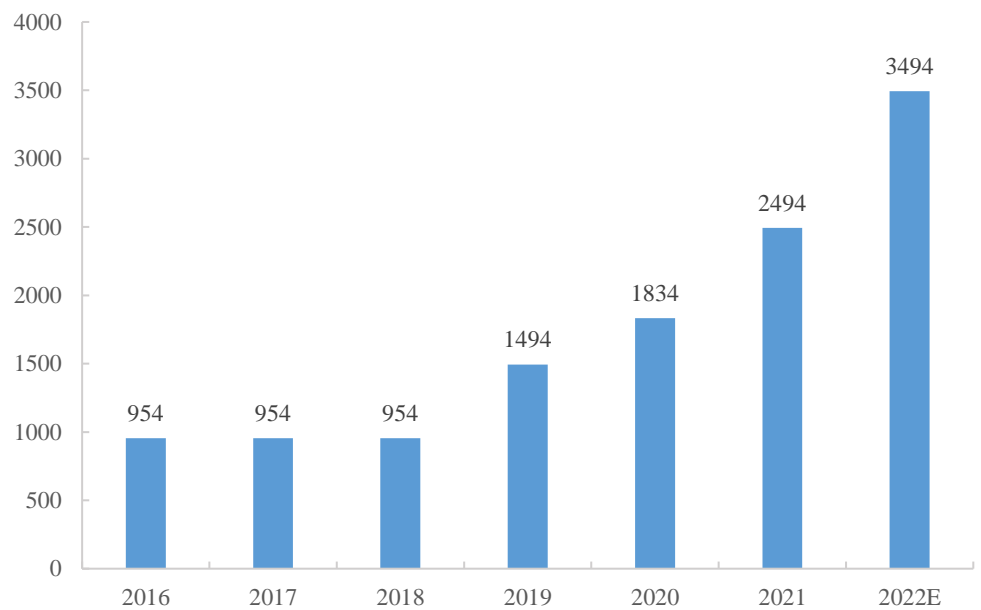
2022H1 公司经营现金流大幅上升至 5.98 亿港元（2021H1:2.97 亿港元）2022H1 净负债率 24.5%（2021:30.1%），经营现金流对于可分派收入的覆盖率达到 106%，基于公司良好现金流情况，预期公司将维持稳定高派息，即每年派息额不少于可分派收入的 90%。

2022H1 收购平价项目 40MW，下半年电站收购有望提速：

截至 2022 年 6 月底，公司共持有在运营中的 29 个大型集中式太阳能电站 2,534MW，其中平价及竞价项目占 34%，所有含补贴项目 1,724MW 已全部补贴清单目录。2022H1 公司完成向第三方收购 40MW 项目，计划下半年向信义光能收购 650MW 平价项目，及向第三方收购不少于 300MW 项目，其中 130MW 已于 7 月完成收购。

截至 2022 年 6 月 30 日，信义光能已获得指标，可供公司收购项目核准容量超过 2.2GW。公司原计划 2022 年新增电站 1GW，上半年受疫情及组件价格上涨影响有所放缓，预期下半年公司将根据潜在项目施工进度，并确保合理回报基础上进行收购。

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 4.5 港元，维持买入评级：

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 4.5 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 | | | |
|------|-----------|--------|-----|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 公用事业 | 0003.HK | 香港中华煤气 | HKD | 8.16 | 1,523 | 30.3 | 20.8 | 19.4 | 18.2 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| | 2638.HK | 港灯-SS | HKD | 7.15 | 632 | 21.5 | - | - | - | 1.3 | - | - | - |
| | 0002.HK | 中电控股 | HKD | 65.60 | 1,657 | 19.5 | 15.7 | 14.8 | 14.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| | 0270.HK | 粤海投资 | HKD | 7.56 | 494 | 10.5 | 9.8 | 8.5 | 7.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| | 平均 | | | | | 20.5 | 15.4 | 14.3 | 13.3 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 光伏 | 6865.HK | 福莱特玻璃 | HKD | 25.80 | 885 | 21.4 | 16.5 | 11.2 | 8.4 | 3.7 | 3.8 | 3.0 | 2.3 |
| | 0968.HK | 信义光能 | HKD | 12.40 | 1,103 | 22.4 | 22.0 | 15.8 | 11.9 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 2.4 |
| | 平均 | | | | | 21.9 | 19.2 | 13.5 | 10.1 | 3.7 | 3.7 | 3.2 | 2.4 |
| | 3868.HK | 信义能源 | HKD | 3.49 | 255 | 20.1 | 18.0 | 15.0 | 12.4 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 收入 | 1,722 | 2,297 | 2,730 | 3,297 | 3,965 |
| 销售成本 | (475) | (617) | (764) | (956) | (1,150) |
| 毛利 | 1,247 | 1,679 | 1,966 | 2,341 | 2,815 |
| 其他收入 | 9 | 23 | 19 | 15 | 12 |
| 其他收益淨額 | 2 | (22) | (27) | (32) | (39) |
| 财务收入 | 41 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 融资成本 | (166) | (188) | (203) | (203) | (203) |
| 行政开支 | (45) | (55) | (96) | (115) | (139) |
| 所得税 | (166) | (222) | (302) | (364) | (468) |
| 税前利润 | 1,089 | 1,456 | 1,677 | 2,024 | 2,465 |
| 净利润 | 922 | 1,235 | 1,375 | 1,659 | 1,997 |
| 归属股东净利润 | 922 | 1,232 | 1,375 | 1,659 | 1,997 |
| 折旧及摊销 | 427 | 559 | 570 | 581 | 593 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 8% | 33% | 19% | 21% | 20% |
| 净利润 (%) | 4% | 34% | 12% | 21% | 20% |

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金 | 1,312 | 1,105 | 1,189 | 1,070 | 1,113 |
| 应收账款 | 3,916 | 5,031 | 5,230 | 6,317 | 7,596 |
| 应收附属公司款项 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 0 | (0) | 0 | (0) | 0 |
| 流动资产 | 5,229 | 6,139 | 6,419 | 7,387 | 8,709 |
| 固定资产 | 10,998 | 13,838 | 15,222 | 17,657 | 20,041 |
| 使用权资产 | 508 | 699 | 734 | 770 | 809 |
| 其他固定资产 | 499 | 527 | 553 | 581 | 610 |
| 非流动资产 | 12,005 | 15,063 | 16,508 | 19,008 | 21,459 |
| 总资产 | 17,234 | 21,202 | 22,927 | 26,395 | 30,169 |
| 应付账款 | 720 | 831 | 488 | 634 | 785 |
| 短期银行贷款 | 1,210 | 2,036 | 1,138 | 1,365 | 1,639 |
| 其他短期负债 | 1,846 | 1,837 | 2,017 | 2,216 | 2,434 |
| 流动负债 | 3,775 | 4,704 | 3,643 | 4,215 | 4,857 |
| 长期银行贷款 | 653 | 2,844 | 4,444 | 5,944 | 7,444 |
| 其他负债 | 795 | 1,093 | 1,140 | 1,160 | 1,145 |
| 非流动负债 | 1,448 | 3,937 | 5,584 | 7,104 | 8,589 |
| 总负债 | 5,224 | 8,641 | 9,227 | 11,319 | 13,446 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 股东权益 | 12,010 | 12,560 | 13,701 | 15,077 | 16,723 |
| 负债及权益总额 | 17,234 | 21,202 | 22,927 | 26,395 | 30,169 |
| 每股账面值(港仙) | 1.69 | 1.77 | 1.93 | 2.12 | 2.35 |
| 营运资金 | 1,454 | 1,434 | 2,776 | 3,172 | 3,852 |

财务分析

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 净利率(%) | 54% | 54% | 50% | 50% | 50% |
| 营运表现 | | | | | |
| 实际税率(%) | 15% | 15% | 18% | 18% | 19% |
| 股息支付率(%) | 108% | 100% | 83% | 73% | 64% |
| 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(%) | 8% | 10% | 10% | 12% | 13% |
| ROA(%) | 6% | 6% | 6% | 7% | 7% |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 收入/总资产 | 0.10 | 0.11 | 0.12 | 0.12 | 0.13 |
| 总资产/股本 | 1.43 | 1.69 | 1.67 | 1.75 | 1.80 |
| 收入对利息倍数 | (700.3) | 102.5 | 101.5 | 102.2 | 102.4 |

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 融资成本 | 125 | 169 | 184 | 184 | 184 |
| 营运资金变化 | (354) | (20) | 1,342 | 396 | 680 |
| 所得税 | (145) | (246) | (302) | (364) | (468) |
| 营运现金流 | 1,071 | 1,225 | 1,455 | 1,352 | 1,514 |
| 资本开支 | (1,251) | (3,128) | (1,826) | (1,826) | (1,826) |
| 其他投资活动 | (3) | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (1,254) | (3,109) | (1,826) | (1,826) | (1,826) |
| 负债变化 | 545 | 4,221 | 1,600 | 1,500 | 1,500 |
| 股本变化 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | (979) | (1,130) | (1,130) | (1,130) | (1,130) |
| 其他融资活动 | 228 | (1,441) | (42) | (42) | (42) |
| 融资活动现金流 | (203) | 1,649 | 428 | 328 | 328 |
| 现金变化 | (385) | (235) | 56 | (146) | 15 |
| 期初持有现金 | 1,631 | 1,312 | 1,105 | 1,189 | 1,070 |
| 汇率变动 | 67 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 期末持有现金 | 1,312 | 1,105 | 1,189 | 1,070 | 1,113 |

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.gyzq.com.hk>