

买入

持续高派息，2021年收购光伏电站规模提速

信义能源 (3868.HK)

2020-03-10 星期三

投资要点

目标价: **4.95 港元**
 现价: 3.77 港元
 预计升幅: 31%

➤ **2020年盈利同比增长3.5%，持续高派息：**

2020年，公司实现收入17.22亿港元，同比增长8.1%；股东应占盈利9.22亿港元，同比增长3.5%，每股盈利13.44港仙，拟派末期息每股8.5港仙，全年股息14.5港仙。公司业绩略低于市场预期，主要因为2020年下半年华东和华南罕见暴雨影响，造成公司全年电站发电效率同比下降5.5%，从而带来2020年毛利率同比下降3.9个百分点至72.4%。

重要数据

日期	2021-03-10
收盘价(港元)	3.77
总股本(亿股)	71.1
总市值(亿港元)	268
净资产(百万港元)	12,005
总资产(百万港元)	17,234
52周高低(港元)	6.29/1.83
每股净资产(港元)	1.69

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **2021年收购光伏电站不低于600MW，同比增长超过30%：**

截至2020年12月31日，持有电站总核准容量1,834MW，运维管理规模3.3GW。2020年新增340MW(母公司:230MW+独立第三方110MW)，年增幅22.8%；2021年2月，新增收购330MW项目(母公司:250MW+独立第三方80MW)，该等电站连同于2020年下半年收购的320MW电站，预期于2021年为公司带来可观的发电量增长。公司计划于2021年内合共新增600MW项目，预期装机容量按年增长超过30%。

➤ **能源局风光并网新政策征求意见，对公司不构成直接影响：**

近期国家能源局提出保障性并网规模与减补金额相挂钩的征求意见稿，该政策目前尚处于征求意见阶段，需要更多执层面的细节，是否正式发布还存在不确定性。即使该政策推行，预计主要受影响的会是国有风电和光伏开发商，而信义能源的商业模式是通过收购光伏电站来运营，因此对公司没有直接影响。

主要股东

信义能量(BVI)有限公司 (52.70%)
 信义集团(玻璃)有限公司 (5.82%)

相关报告

首次报告-20201209

➤ **目标价4.95港元，给予买入评级：**

2020年公司经营净现金流对可分派收入覆盖比率为106.2%，预期公司持续稳定高派息。我们给予公司目标价4.95港元，相当于2021年和2022年29倍和25.5倍PE，目标价较现价有31%的上升空间，给予买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,593	1,722	2,136	2,526	2,851
同比增长(%)	32.7%	8.1%	24.0%	18.2%	12.9%
净利润	891	922	1,206	1,380	1,536
同比增长(%)	20.3%	3.5%	30.7%	14.4%	11.4%
每股盈利(港元)	15.03	13.44	16.96	19.41	21.61
PE@3.77HKD	25.1	28.1	22.2	19.4	17.4
每股股息(港元)	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00
股息率	3.7%	4.0%	4.2%	4.5%	4.8%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

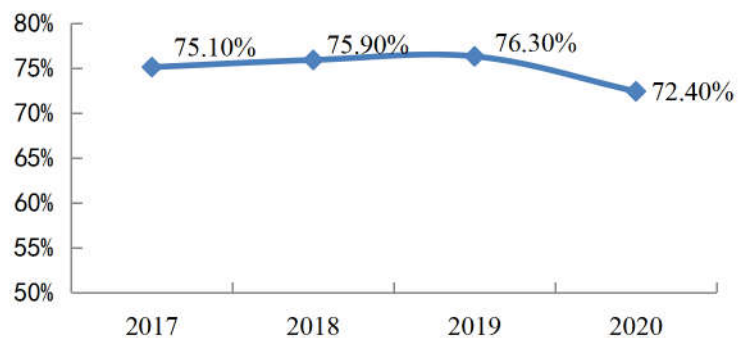
Email: yangyq@gyqz.com.hk

报告正文

2020 年盈利同比增长 3.5%，持续高派息：

2020 年，公司实现收入 17.22 亿港元，同比增长 8.1%；股东应占盈利 9.22 亿港元，同比增长 3.5%，每股盈利 13.44 港仙，拟派末期息每股 8.5 港仙，全年股息 14.5 港仙。公司业绩略低于市场预期，主要因为 2020 年下半年华东和华南罕见暴雨影响，造成公司全年电站发电效率同比下降 5.5%，从而带来 2020 年毛利率同比下降 3.9 个百分点至 72.4%。

图 1：公司毛利率

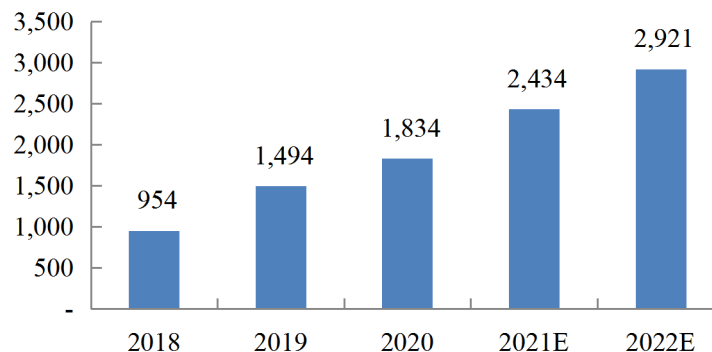


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2021 年新增光伏电站不低于 600MW，同比增长超过 30%：

截至 2020 年 12 月 31 日，持有电站总核准容量 1,834MW，运维管理规模 3.3GW。2020 年新增 340MW（母公司：230MW+独立第三方 110MW），年增幅 22.8%；2021 年 2 月，新增收购 330MW 项目（母公司：250MW+独立第三方 80MW），该等电站连同于 2020 年下半年收购的 320MW 电站，预期于 2021 年为公司带来可观的发电量增长。公司计划于 2021 年内合共新增 600MW 项目，预期装机容量按年增长超过 30%。

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

财务状况良好，持续稳定高派息：

2020 年公司可分派收入同比增长 11.2%至 10.1 亿港元，经营性净现金流对可分派收入覆盖比率为 106.2%。截至 2020 年 12 月 31 日，现金及现金等价物为 13.1 亿港元，净资产负债率 4.6%，银行贷款实际年利率为 1.52%。

图 3：公司净负债率

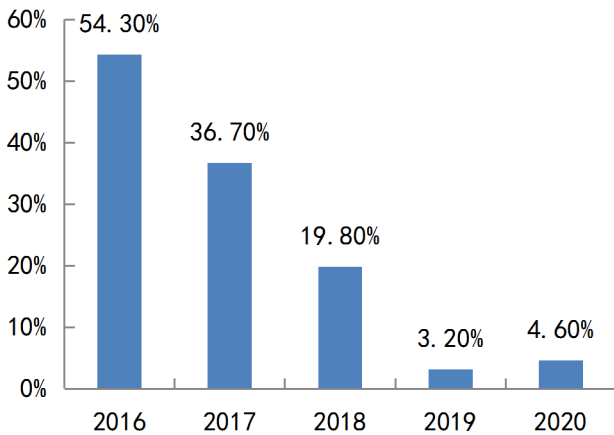
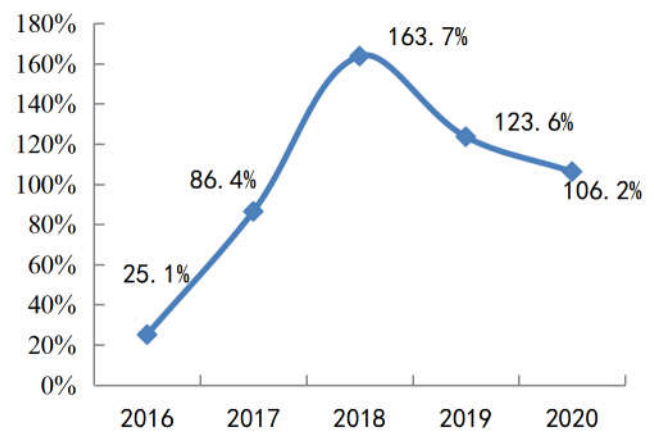


图 4：公司经营净现金流/可分派收入覆盖率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

目标价 4.95 港元，给予买入评级：

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，我们给予公司目标价 4.95 港元，相当于公司 2021 年和 2022 年 29 倍和 25.5 倍 PE，目标价较现价有 31% 的上升空间，给予买入评级。

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

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.86	2,108	30.3	32.8	28.2	26.7	3.4	3.2	3.1	3.1
	2638.HK	港灯-SS	HKD	7.74	684	29.4	27.9	26.4	24.7	1.4	1.4	1.4	1.4
	0002.HK	中电控股	HKD	74.00	1,870	40.1	28.0	26.5	24.9	1.7	1.4	1.4	1.4
	0270.HK	粤海投资	HKD	14.12	923	18.3	18.0	15.4	14.5	2.3	2.2	2.1	2.0
		平均				29.5	26.7	24.1	22.7	2.2	2.0	2.0	2.0
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	21.60	629	57.9	28.8	17.5	13.3	7.3	6.6	5.0	4.0
	0968.HK	信义光能	HKD	12.94	1,140	47.2	25.0	17.5	15.6	4.3	2.3	3.8	3.3
		平均				52.5	26.9	17.5	14.5	5.8	4.4	4.4	3.6
	3868.HK	信义能源	HKD	3.77	268	25.1	28.1	22.2	19.4	2.2	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind、彭博、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

	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1,593	1,722	2,136	2,526	2,851
销售成本	(378)	(475)	(555)	(694)	(825)
毛利	1,215	1,247	1,581	1,832	2,026
其他收入	6	9	11	13	15
其他收益净额	0	2	1	1	1
财务收入	29	41	41	41	41
融资成本	(177)	(166)	(162)	(162)	(162)
行政开支	(51)	(45)	(69)	(81)	(92)
所得税	(131)	(166)	(196)	(263)	(293)
税前利润	1,022	1,089	1,402	1,643	1,829
净利润	891	922	1,206	1,380	1,536
归属股东净利润	891	922	1,206	1,380	1,536
折旧及摊销	354	361	368	375	383
增长					
总收入 (%)	33%	8%	24%	18%	13%
净利润 (%)	20%	4%	31%	14%	11%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
现金	1,631	1,312	1,142	1,016	1,159
应收账款	3,052	3,916	4,092	4,839	5,462
应收附属公司款项	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	(0)
流动资产	4,684	5,229	5,235	5,855	6,621
固定资产	9,496	10,998	13,198	14,517	15,969
使用权资产	439	508	533	560	588
其他固定资产	348	499	365	711	739
非流动资产	10,283	12,005	14,095	15,788	17,296
总资产	14,966	17,234	19,331	21,644	23,917
应付账款	388	720	388	488	570
短期银行贷款	727	1,210	1,331	1,464	1,610
其他短期负债	1,761	1,846	2,028	2,229	2,449
流动负债	2,876	3,775	3,746	4,180	4,630
长期银行贷款	1,226	653	1,253	1,853	2,453
其他负债	671	795	1,204	1,341	1,298
非流动负债	1,897	1,448	2,457	3,195	3,752
总负债	4,773	5,224	6,203	7,375	8,381
少数股东权益	0	0	0	0	1
股东权益	10,194	12,010	13,127	14,269	15,535
负债及权益总额	14,966	17,234	19,331	21,644	23,917
每股账面值(港仙)	1.51	1.69	1.85	2.01	2.19
营运资金	1,808	1,454	1,489	1,675	1,991

财务分析

	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
净利率(%)	56%	54%	56%	55%	54%
营运表现					
实际税率(%)	13%	15%	14%	16%	16%
股息支付率(%)	102%	108%	88%	82%	79%
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%	10%	10%
ROA(%)	8%	6%	7%	7%	7%
财务状况					
净负债/股本	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
收入/总资产	0.11	0.10	0.11	0.12	0.12
总资产/股本	1.47	1.43	1.47	1.52	1.54
收入对利息倍数	(3,687.7)	(700.3)	(3,051.5)	(3,006.8)	(2,828.1)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
融资成本	534	480	485	490	495
营运资金变化	481	(354)	35	186	316
所得税	(132)	(166)	(196)	(263)	(293)
营运现金流	1,120	768	1,081	1,125	1,395
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
投资活动现金流	(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	(9)	(9)	(9)
融资活动现金流	2,280	902	(63)	(63)	(63)
现金变化	1,232	(297)	(148)	(105)	165
期初持有现金	421	1,631	1,312	1,142	1,016
汇率变动	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
期末持有现金	1,631	1,312	1,142	1,016	1,159

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

免责条款

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.gyzq.com.hk>