

买入

股权融资降低财务成本，23 年业绩稳健增长

信义能源 (3868.HK)

2023-06-09 星期五

投资要点

目标价: **3.18 港元**
 现价: 2.27 港元
 预计升幅: 40%

重要数据

日期	2023-06-08
收盘价 (港元)	2.27
总股本 (亿股)	81.84
总市值 (亿港元)	186
净资产 (百万港元)	11,762
总资产 (百万港元)	19,940
52 周高低 (港元)	4.16/1.85
每股净资产 (港元)	1.58

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
 更新报告-20220309/0808

研究部

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

➤ 股权融资有利降低资产负债率和财务成本:

根据供股认购结果,公司于2023年6月1日发行约7.44亿股供股股份,每股发行价为2.19港元所得净额16.28亿港元。预计所得款项将偿还部分银行贷款,将进一步降低资产负债率。基于海外加息带来资金成本上升,公司2023年转向国内融资,目前公司国内银行贷款,主要为不少于15年的长债,融资成本是5年期LPR减100bp即1个百分点,大约3.0-3.4%,预期2023年财务成本将有所下降。供股对每股盈利有摊薄,但利好公司长期业务发展,整体影响有限。

➤ 2023 年目标收购电站 700-1000MW, 业绩稳健增长:

2022 年受疫情及太阳能组件价格影响,公司电站收购有所延迟,全年共新增520MW太阳能电站项目。2023 年公司计划向信义光能及独立第三方收购700-1000MW太阳能电站项目,其中2023年2月已经向信义光能完成收购300MW平价电站项目。近期硅料下跌幅度较大,并开始逐步向光伏产业链中游传导。太阳能组件价格下行趋势下,公司收购项目目标达成的确定性较高,持续电站收购将支撑公司业绩稳健增长。

➤ 授出股票期权有利提振市场信心:

于2023年6月1日,公司授出400万份购股权,每份已授出购股权的行使价为2.26港元,购股权的有效期为2023年6月1日至2027年3月31日。目前供股摊薄风险已经释放,授出股票期权将有利提振市场信心,公司目前股价接近购股权行使价,安全边际较高。

➤ 目标价 3.18 港元, 维持买入评级:

我们更新公司目标价至3.18港元,相当于2023年和2024年20倍和17倍PE,目标价较现价有40%的上升空间,维持买入评级。

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	2,297	2,315	2,739	3,136	3,550
同比增长(%)	33.4%	0.8%	18.3%	14.5%	13.2%
净利润	1,232	971	1,308	1,515	1,709
同比增长(%)	33.6%	-21.2%	34.6%	15.9%	12.8%
每股盈利 (港仙)	17.33	13.33	15.98	18.51	20.88
PE@2.27HKD	13.1	17.0	14.2	12.3	10.9
每股股息 (港仙)	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00
股息率	7.0%	7.5%	7.9%	8.4%	8.8%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

股权融资有利降低资产负债率和财务成本：

根据供股认购结果，公司于 2023 年 6 月 1 日发行约 7.44 亿股供股股份，每股发行价为 2.19 港元所得净额 16.28 亿港元。预计所得款项将偿还部分银行贷款，将进一步降低资产负债率。

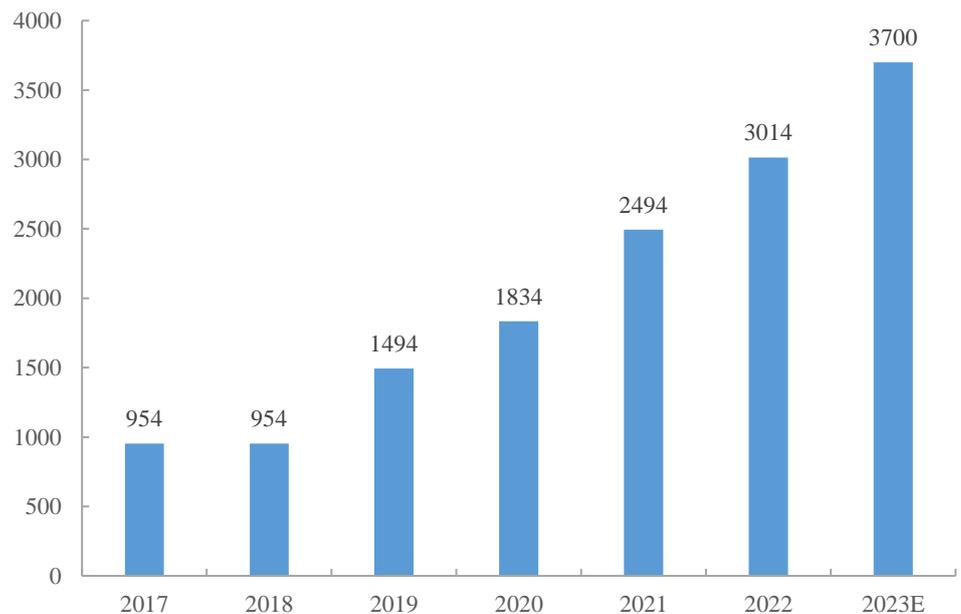
基于海外加息带来资金成本上升，公司 2023 年转向国内融资，目前公司国内银行贷款，主要为不少于 15 年的长债，融资成本是 5 年期 LPR 减 100bp 即 1 个百分点，大约 3.0-3.4%，预期 2023 年财务成本将有所下降。供股对每股盈利有摊薄，但利好公司长期业务发展，整体影响有限。

2023 年目标收购电站 700-1000MW，业绩稳健增长：

2022 年受疫情及太阳能组件价格影响，公司电站收购有所延迟，全年共新增 520MW 太阳能电站项目。2023 年公司计划向信义光能及独立第三方收购 700-1000MW 太阳能电站项目，其中 2023 年 2 月已经向信义光能完成收购 300MW 平价电站项目。

近期硅料下跌幅度较大，并开始逐步向光伏产业链中游传导。太阳能组件价格下行趋势下，公司收购项目目标达成的确定性较高，持续电站收购将支撑公司业绩稳健增长。

图 1：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

授出股票期权有利提振市场信心：

于2023年6月1日，公司授出400万份购股权，每份已授出购股权的行使价为2.26港元，购股权的有效期为2023年6月1日至2027年3月31日。目前供股摊薄风险已经释放，授出股票期权将有利提振市场信心，公司目前股价接近购股权行使价，安全边际较高。

目标价 3.18 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3.18港元，相当于2023年和2024年20倍和17倍PE，目标价较现价有40%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			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.27	1,357	25.8	25.3	24.8	24.3	2.2	2.2	2.1	2.1
	2638.HK	港灯-SS	HKD	4.81	425	14.4	14.2	14.1	14.0	0.9	0.9	0.8	0.8
	0002.HK	中电控股	HKD	56.75	1,434	155.2	-	-	-	1.4	-	-	-
	0270.HK	粤海投资	HKD	7.03	460	9.6	9.1	7.8	7.3	1.1	1.0	1.0	1.0
	平均					51.3	16.2	15.6	15.2	1.4	1.4	1.3	1.3
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	21.95	668	19.8	14.2	10.8	8.7	2.8	2.6	2.2	1.7
	0968.HK	信义光能	HKD	8.26	735	19.2	14.1	10.3	8.4	2.5	2.1	1.9	1.6
	平均					19.5	14.2	10.5	8.5	2.7	2.4	2.0	1.7
	3868.HK	信义能源	HKD	2.27	186	13.3	16.0	18.5	20.9	1.6	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind、Bloomberg、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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	2,297	2,315	2,739	3,136	3,550
销售成本	(617)	(681)	(781)	(878)	(1,029)
毛利	1,679	1,634	1,959	2,258	2,520
其他收入	23	29	23	19	15
其他收益淨額	(22)	(19)	(23)	(27)	(33)
财务收入	19	2	2	2	2
融资成本	(188)	(270)	(270)	(270)	(270)
行政开支	(55)	(72)	(96)	(110)	(124)
所得税	(222)	(298)	(287)	(355)	(401)
税前利润	1,456	1,272	1,595	1,871	2,109
净利润	1,235	974	1,308	1,515	1,709
归属股东净利润	1,232	971	1,308	1,515	1,709
折旧及摊销	559	599	611	624	636
增长					
总收入 (%)	33%	1%	18%	14%	13%
净利润 (%)	34%	-21%	35%	16%	0%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	1,105	1,791	2,295	1,985	1,891
应收账款	5,031	3,408	4,199	4,806	5,440
应收附属公司款项	3	1	0	0	0
其他流动资产	(0)	0	0	(0)	(0)
流动资产	6,139	5,200	6,494	6,791	7,332
固定资产	13,838	13,573	15,745	17,870	20,283
使用权资产	699	688	722	758	796
其他固定资产	527	479	503	529	555
非流动资产	15,063	14,740	16,970	19,157	21,634
总资产	21,202	19,940	23,464	25,948	28,966
应付账款	831	679	634	699	801
短期银行贷款	2,036	2,892	3,471	4,165	4,998
其他短期负债	1,837	1,527	1,705	969	1,504
流动负债	4,704	5,099	5,809	5,834	7,303
长期银行贷款	2,844	2,061	3,561	4,761	4,761
其他负债	1,093	1,018	1,221	1,212	1,335
非流动负债	3,937	3,079	4,782	5,973	6,096
总负债	8,641	8,178	10,592	11,807	13,400
少数股东权益	8	9	10	10	11
股东权益	12,553	11,753	12,863	14,131	15,555
负债及权益总额	21,202	19,940	23,464	25,948	28,966
每股账面值(港仙)	1.77	1.58	1.57	1.73	1.90
营运资金	1,434	101	684	958	29

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
净利率 (%)	54%	42%	48%	48%	48%
营运表现					
实际税率 (%)	15%	23%	18%	19%	19%
股息支付率 (%)	100%	113%	106%	97%	91%
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 (%)	10%	8%	11%	11%	12%
ROA (%)	6%	5%	6%	6%	6%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
收入/总资产	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12
总资产/股本	1.69	1.70	1.82	1.84	1.86
收入对利息倍数	102.5	121.9	120.2	114.7	108.2

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
融资成本	169	269	269	269	269
营运资金变化	(20)	(1,333)	583	273	(929)
所得税	(246)	(330)	(287)	(355)	(401)
营运现金流	1,225	2,899	1,175	1,690	1,906
资本开支	(3,128)	(1,547)	(1,547)	(1,547)	(1,547)
其他投资活动	19	16	0	0	0
投资活动现金流	(3,109)	(1,530)	(1,547)	(1,547)	(1,547)
负债变化	4,221	1,240	1,500	1,200	1,200
股本变化	0	3	7	0	0
股息	(1,130)	(857)	(857)	(857)	(857)
其他融资活动	(1,441)	(962)	332	(689)	(689)
融资活动现金流	1,649	(576)	982	(346)	(346)
现金变化	(235)	793	611	(203)	13
期初持有现金	1,312	1,105	1,791	2,295	1,985
汇率变动	27	(107)	(107)	(107)	(107)
期末持有现金	1,105	1,791	2,295	1,985	1,891

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>