

买入
REIT 上市有利改善现金流，降低融资成本
信义能源 (3868.HK)

2025-06-09 星期一

【投资要点】

 目标价: **1.30 港元**

 现价: **1.06 港元**

 预计升幅: **23%**
重要数据

日期	2025-6-6
收盘价 (港元)	1.06
总股本 (亿股)	83.77
总市值 (亿港元)	89
净资产 (亿元)	125
总资产 (亿元)	217
52 周高低 (港元)	1.14/0.64
每股净资产 (元)	1.49

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

信义光能 (51.62%)

上海宁泉资产 (8.01%)

李贤义 (6.97%)

信义玻璃 (5.54%)

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

更新报告-20230609/20240313/0809

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

➤ 太阳能电站 REIT 上市，将盘活现有存量资产

公司与信义光能发布联合自愿公告，双方建议中国上市发行太阳能发电场基础设施 REIT 的申请材料已递交发改委。太阳能发电场基础设施 REIT 的相关资产包括信义能源目前拥有及运营的选定太阳能发电场项目。通过 REIT 出售电站资产，一方面将盘活现有存量资产，缓解因补贴延迟发放导致的现金流压力；另一方面，REIT 上市可通过股权融资置换债务，降低财务杠杆，进一步降低融资成本和利息支出。中国 REITs 市场对稳定收益资产需求旺盛，叠加“双碳”政策支持，公司入选项目若为补贴目录内电站，现金流确定性更强，易受投资者青睐。而且 REIT 上市通常要求高分红比例，或促使公司进一步提升分红率，未来股息率有潜在提升空间。

➤ 电价新政有望保证存量项目收益稳定，绿电直连促进新能源就地消纳

近期山东、广东、蒙东 136 号文细则陆续落地，其中山东和蒙东存量项目合约电价为燃煤标杆基准价，合约周期为保障全生命周期合理利用小时的剩余部分，带补贴的部分照常发放；广东要求机制电量比例申报上限与存量项目衔接，不高于 90%；执行期限方面，海风 14 年、其他 12 年。总体来看，存量项目收益稳定，而增量项目需要集中竞价；另外，两部委发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，通过满足用户绿电需求、解决新能源就地消纳，促进绿电环境价值实现。

➤ 公司融资成本持续下行，拟收购电站储备充足

2024 年公司将港元借款大规模置换为利率更低的人民币借款，2024 年底借款利率同比下降 2.6 个百分点至 3.5%，预期 2025 年利率有望进一步下行至 3%，融资成本将持续降低；截至 2024 年底公司累计装机容量 4510.5MW，母公司信义光能有 1.6GW 电站储备可供公司收购。

➤ 给予“买入”评级，目标价 1.30 港元/股

我们更新盈利预测并给予公司 1.30 港元/股目标价，对应 2025 年 10.6 倍 PE，目标价较现价有 23% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,281	2,440	2,500	2,617	2,770
变动(%)	-1.5%	7.0%	2.4%	4.7%	5.9%
归属股东净利润	898	791	940	988	1,053
变动(%)	-7.5%	-12.0%	18.9%	5.0%	6.6%
基本每股盈利(分)	11.36	9.55	11.23	11.79	12.56
市盈率@1.06 港元(倍)	8.5	10.2	8.6	8.2	7.7
每股股息(港仙)	6.00	5.00	5.61	5.90	6.28
股息现价比率(%)	6.2%	5.2%	5.8%	6.1%	6.5%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【報告正文】

➤ 太陽能电站 REIT 上市，將盘活現有存量資產

公司與信義光能發布聯合自願公告，雙方建議中國上市發行太陽能發電場基礎設施 REIT 的申請材料已遞交發改委。太陽能發電場基礎設施 REIT 的相關資產包括信義能源目前擁有及運營的選定太陽能發電場項目。通過 REIT 出售電站資產，一方面將盘活現有存量資產，緩解因補貼延遲發放導致的現金流壓力；另一方面，REIT 上市可通過股權融資置換債務，降低財務杠桿，進一步降低融資成本和利息支出。

中國 REITs 市場對穩定收益資產需求旺盛，疊加“雙碳”政策支持，公司入選項目若為補貼目錄內電站，現金流確定性更強，易受投資者青睞。而且 REIT 上市通常要求高分紅比例，或促使公司進一步提升分紅率，未來股息率有潛在提升空間。

➤ 電價新政有望保證存量項目收益穩定，綠電直連促進新能源就地消納

近期山東、廣東、蒙東 136 號文細則陸續落地，其中山東和蒙東存量項目合約電價為燃煤標杆基準價，合約周期為保障全生命周期合理利用小時的剩餘部分，帶補貼的部分照常發放；廣東要求機制電量比例申報上限與存量項目銜接，不高于 90%；執行期限方面，海風 14 年、其他 12 年。

總體來看，存量項目收益穩定，而增量項目需要集中競價；另外，兩部委發布《關於有序推動綠電直連發展有關事項的通知》，通過滿足用戶綠電需求、解決新能源就地消納，促進綠電環境價值實現。

➤ 公司融資成本持續下行，擬收購電站儲備充足

2024 年公司将港元借款大规模置换为利率更低的人民币借款，2024 年底借款利率同比下降 2.6 个百分点至 3.5%，预期 2025 年利率有望进一步下行至 3%，融资成本将持续降低；截至 2024 年底公司累计装机容量 4510.5MW，母公司信义光能有 1.6GW 电站储备可供公司收购。

➤ 給予“買入”評級，目標價 1.30 港元/股

我們更新盈利預測並給予公司 1.30 港元/股目標價，對應 2025 年 10.6 倍 PE，目標價較現價有 23% 的漲幅空間，給予“買入”評級。

表 1：行业估值比较 (20250606)

发电行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.81	1,271	22.2	19.8	18.9	18.8	2.2	2.2	2.1	2.2
	2638.HK	港灯-SS	HKD	5.75	508	16.3	15.2	14.9	14.7	1.0	1.0	1.0	1.0
	0002.HK	中电控股	HKD	66.15	1,671	14.2	13.5	13.0	12.4	1.6	1.5	1.5	1.4
	0270.HK	粤海投资	HKD	6.54	428	13.6	9.9	9.6	9.4	1.0	1.1	1.0	1.0
	平均					16.6	14.6	14.1	13.8	1.5	1.4	1.4	1.4
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	8.23	338	17.7	15.3	8.4	7.5	0.8	0.8	0.7	0.7
	0968.HK	信义光能	HKD	2.38	216	19.8	9.5	7.0	5.7	0.7	0.6	0.6	0.6
	平均					18.8	12.4	7.7	6.6	0.8	0.7	0.7	0.6
	3868.HK	信义能源	HKD	1.06	89	10.2	8.6	8.2	7.7	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)预测及整理

【风险提示】

1. 电价下调
2. 限电率上升
3. REITS 上市进展不及预期
4. 补贴回款滞后

【财务报表摘要】
损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2,281	2,440	2,500	2,617	2,770
销售成本	(732)	(841)	(800)	(837)	(887)
毛利	1,548	1,600	1,700	1,779	1,884
其他收入	12	23	23	19	15
其他收益净额	(5)	(38)	(45)	(54)	(65)
财务收入	6	3	3	3	3
融资成本	(328)	(365)	(365)	(365)	(365)
行政开支	(51)	(49)	(87)	(92)	(97)
所得税	(275)	(376)	(288)	(302)	(322)
税前利润	1,175	1,168	1,228	1,290	1,374
净利润	900	792	940	988	1,053
归属股东净利润	898	791	940	988	1,053
折旧及摊销	604	699	713	728	742
增长					
总收入 (%)	-1%	7%	2%	5%	6%
净利润 (%)	-8%	-12%	0%	0%	0%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	588	354	491	375	416
应收账款	3,931	4,580	4,789	5,013	5,308
应收附属公司款项	1	1	0	0	0
其他流动资产	11	5	(0)	(0)	(0)
流动资产	4,531	4,941	5,280	5,388	5,724
固定资产	13,680	15,395	17,536	18,627	19,033
使用权资产	675	970	1,019	1,070	1,123
其他固定资产	378	362	380	399	419
非流动资产	14,733	16,727	18,934	20,095	20,574
总资产	19,263	21,669	24,215	25,484	26,298
应付账款	369	451	752	604	575
短期银行贷款	3,315	2,541	3,050	3,659	4,391
其他短期负债	121	186	199	213	229
流动负债	3,804	3,178	4,000	4,477	5,195
长期银行贷款	2,401	4,789	6,369	6,369	6,369
其他负债	929	1,197	809	434	467
非流动负债	3,330	5,986	7,178	6,803	6,836
总负债	7,134	9,164	11,178	11,280	12,031
少数股东权益	10	0	0	0	0
股东权益	12,120	12,504	13,036	14,204	14,267
负债及权益总额	19,263	21,669	24,215	25,484	26,298
每股账面值(港仙)	1.70	1.72	1.80	1.96	1.97
营运资金	726	1,763	1,280	912	529

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
净利率 (%)	39%	32%	38%	38%	38%
营运表现					
实际税率 (%)	23%	32%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	48%	48%	48%	48%	48%
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%	6%	7%	7%	7%
ROA (%)	5%	4%	4%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
收入/总资产	0.12	0.11	0.10	0.10	0.11
总资产/股本	1.59	1.73	1.86	1.79	1.84
收入对利息倍数	471.0	64.8	55.3	48.2	42.6

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
融资成本	322	362	362	362	362
营运资金变化	625	1,037	(483)	(368)	(382)
所得税	(292)	(382)	(288)	(302)	(322)
营运现金流	676	956	1,872	1,468	1,596
资本开支	(2,356)	(2,269)	(2,269)	(2,269)	(2,269)
其他投资活动	6	(27)	0	0	0
投资活动现金流	(2,350)	(2,296)	(2,269)	(2,269)	(2,269)
负债变化	5,347	7,532	1,400	1,550	1,580
股本变化	(3)	1	0	0	0
股息	(682)	(294)	(294)	(294)	(294)
其他融资活动	(4,004)	(6,134)	(573)	(573)	(573)
融资活动现金流	659	1,105	533	683	713
现金变化	(1,016)	(235)	136	(118)	40
期初持有现金	1,603	588	354	491	375
汇率变动	1	1	1	1	1
期末持有现金	588	354	491	375	416

投资评级定义及免责条款

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.gyzq.com.hk>