

审慎增持 (维持)

3868.HK 信义能源

港股通(深)

目标价: 3.32 港元

现价: 2.87 港元

业绩符合预期, 计划继续保持规模增长

2020年08月11日

预期升幅: 15.8%

市场数据

日期	2020.08.11
收盘价(港元)	2.87
总股本(百万股)	6,752
流通股本(百万股)	6,752
总市值(百万港元)	19,380
流通市值(百万港元)	19,380
净资产(百万港元)	9,823
总资产(百万港元)	14,836
每股净资产(港元)	1.45

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20200318

深度报告_20190916

海外能源、公用事业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车韵洁

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	1,593	1,744	1,961	2,131
同比增长	32.70%	9.47%	12.43%	8.67%
归母净利润(百万港元)	891	1,097	1,169	1,248
同比增长	20.27%	23.12%	6.60%	6.71%
净利润率	55.93%	62.90%	59.64%	58.56%
净资产收益率	10.74%	10.07%	9.51%	9.51%
每股收益(港元)	0.150	0.162	0.173	0.185
每股股息(港元)	0.135	0.166	0.177	0.189

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司 2020H1 业绩符合预期。**2020H1 年公司实现收入 8.53 亿港元, 同比增长 34.1%, 归母净利润实现 4.38 亿港元, 同比增长 22.9%, 业绩的增长主要来源于 2019 年 5 月末收购项目带来的增益, 公司整体符合市场预期。派息方面, 公司 2020H1 计划派息每股 6.0 港仙, 同比提升 20%, 股息占可分派收入的 100%, 维持了此前的派息承诺。
- **2020 年公司计划继续收购 420MW 电站。**公司维持此前计划于年内收购的母公司信义光能的 4 个电站, 总容量为 230MW, 其中仅有一个 30MW 的项目为补贴依赖较高的项目, 其他三个的上网电价均不超过 0.45 元/度。另外, 公司在今年上半年已经向独立第三方收购了 20MW 的竞价上网的电站项目, 并计划在下半年继续向独立第三方收购一些平价/竞价上网的项目, 大约容量为 170MW。从公司今年开始新收购电站的安排来看, 一方面实现了原计划的每年相对稳定的项目容量增长, 也从项目的选择上更加倾向于低补贴或平价的项目, 以取得较为稳定的现金流。
- **国内平价上网已经到来, 公司计划在未来几年保持 20% 的规模增长。**今年是国内光伏有补贴竞价上网项目的最后一年, 明年开始基本上所有光伏项目均为平价上网项目, 这些项目不存在补贴拖欠的问题。公司计划通过其低融资成本、高效的管理效率和成熟的运营经验每年保持 20% 的规模增长, 持续提升派息额。
- **我们的观点:**信义能源是 A 股、H 股上市的新能源发电公司中独有的定位为高派息的公司, 我们预计公司 2020 年有望实现每股派息 0.166 港元, 当前股价对应股息率为 5.9%, 稳定派息的定位使公司在当前波动的市场环境中较为稀缺。我们维持公司的“审慎增持”评级, 由于进入平价时代后公司提升派息的确定性增加, 提升公司目标价至 3.32 港元(此前为 2.56 港元), 对应 2020 年 5% 的股息率。

风险提示: 派息不及预期; 光伏存量补贴政策出现重大调整; 新能源补贴拖欠时间延长。

报告正文

- **公司 2020H1 业绩符合预期。**2020H1 年公司实现收入 8.53 亿港元，同比增长 34.1%，归母净利润实现 4.38 亿港元，同比增长 22.9%，业绩的增长主要来源于 2019 年 5 月末收购项目带来的增益，公司整体符合市场预期。派息方面，公司 2020H1 计划派息每股 6.0 港仙，同比提升 20%，股息占可分派收入的 100%，维持了此前的派息承诺（公司承诺 2019-2020 年计划按照 100% 可分派收入派息）。
- **2020 年公司计划继续收购 420MW 电站。**公司维持此前计划于年内收购的母公司信义光能的 4 个电站，总容量为 230MW，其中仅有一个 30MW 的项目为补贴依赖较高的项目，其他三个的上网电价均不超过 0.45 元/度。另外，公司在今年上半年已经向独立第三方收购了 20MW 的竞价上网的电站项目，并计划在下半年继续向独立第三方收购一些平价/竞价上网的项目，大约容量为 170MW。从公司今年开始新收购电站的安排来看，一方面实现了原计划的每年相对稳定的项目容量增长，也从项目的选择上更加倾向于低补贴或平价的项目，以取得较为稳定的现金流。
- **国内平价上网已经到来，公司计划在未来几年保持 20% 的规模增长。**今年是国内光伏有补贴竞价上网项目的最后一年，明年开始基本上所有光伏项目均为平价上网项目，这些项目不存在补贴拖欠的问题。公司计划通过其低融资成本、高效的管理效率和成熟的运营经验每年保持 20% 的规模增长，继续提升派息额。

表1、公司 2020 年计划收购的项目列表

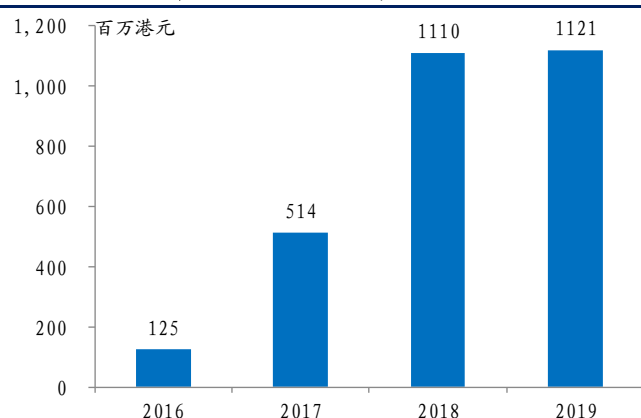
項目	核准容量 (兆瓦)	項目類型	項目來源	項目所在地
2020年上半年收購項目列表				
無為日晷光伏電站	20	競價上網	獨立第三方	安徽省
2020年下半年計劃收購項目列表^{備註1}				
湛江一期光伏電站	30	上網電價	信義光能	廣東省
湛江二期光伏電站	70	平價上網	信義光能	廣東省
老河口光伏電站	100	平價上網	信義光能	湖北省
無為三期光伏電站	30	競價上網	信義光能	安徽省
其他目標收購光伏電站項目	170	平價上網	獨立第三方	湖北省
總計	420			

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司财务状况稳健。**公司截止 2020H1 的净负债率为 7.7%，较 2019 年末的 3.2% 仅有小幅上升，相比于同行公司处于极低的水平。这一方面得益于其刚完成上市融资，也因为公司的存量资产有较为优异的现金流，其中 65% 的项目纳入了前七批补贴目录，补贴回收情况较为良好。目前公司较为充足的现金、稳定的经营性现金流和低负债率为未来继续收购电站和实现派息的增长奠定了良好保障。

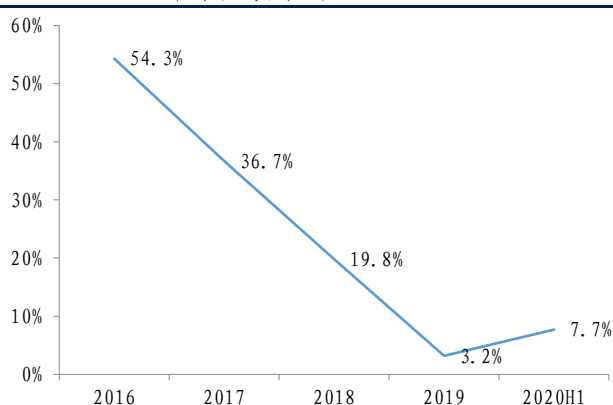
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图1、公司历年经营性现金流情况



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司历年净负债率情况



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、信义能源补贴收款情况

補貼時間	補貼收款金額 (人民幣·百萬元)
2016年下半年	61.4
2017年上半年	39.7
2017年下半年	232.6
2018年下半年	670.6
2019年上半年	81.8
2019年下半年	540.5
總計	1,626.6



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司盈利预测调整：**我们将公司 2020 年收入和利润分别小幅上调 0.2% 和 0.3%，也同时将 2021-2022 年的收入预测分别上调 1.4% 和 4.9%，利润预测上调 2.3% 和 7.4%，主要是考虑到未来新收购项目增加带来的影响。同时，也将每股派息做了一定程度的上调。

表3、信义光能盈利预测调整

	FY2020E			FY2021E			2022E		
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动
营业收入(百万港元)	1,740	1,744	0.2%	1,933	1,961	1.4%	2,031	2,131	4.9%
归母净利润(百万港元)	1,093	1,097	0.3%	1,143	1,169	2.3%	1,162	1,248	7.4%
每股股息(港元)	0.166	0.166	0.3%	0.173	0.177	2.3%	0.176	0.189	7.4%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院（注：更新前数据为 2020 年 3 月 18 日报告预测数据）

- **我们的观点:** 信义能源是 A 股、H 股上市的新能源发电公司中独有的定位为高派息的公司, 我们预计公司 2020 年有望实现每股派息 0.166 港元, 当前股价对应股息率为 5.9%, 稳定派息的定位使公司在当前波动的市场环境中较为稀缺。我们维持公司的“审慎增持”评级, 由于进入平价时代后公司提升派息的确定性增加, 提升公司目标价至 3.32 港元(此前为 2.56 港元), 对应 2020 年 5% 的股息率。
- **风险提示:** 派息不及预期; 光伏存量补贴政策出现重大调整; 新能源补贴拖欠时间延长。

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万港元					单位: 百万港元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
贸易及其他应收款项	3,052	3,173	3,288	3,354	收益	1,593	1,744	1,961	2,131
应收关联方款项	0	176	335	341	销售成本	-378	-439	-494	-533
现金及现金等价物	1,631	946	609	509	毛利润	1,215	1,304	1,466	1,598
流动资产总额	4,684	4,295	4,232	4,204	其他收入	6	22	25	29
物业、厂房及设备	9,496	11,585	13,901	15,014	其他(亏损)/收益净额	0	0	0	0
其他	787	796	803	819	行政开支	-51	-29	-33	-35
非流动资产总额	10,283	12,380	14,704	15,832	经营利润	1,171	1,297	1,459	1,591
资产总额	14,966	16,675	18,936	20,036	财务收入	29	26	22	17
应计费用及其他应付款项	388	631	863	880	融资成本	-177	-81	-94	-105
银行借款	727	727	727	727	除税前利润	1,022	1,242	1,387	1,504
应付关联方款项	1,718	1,374	1,099	880	所得税开支	-131	-145	-217	-256
其他流动负债	43	25	26	27	本公司权益持有人应占利润	891	1,097	1,169	1,248
流动负债总额	2,876	2,758	2,716	2,514	主要财务比率				
银行借款	1,226	1,691	2,495	3,462	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	671	693	715	730	成长性				
非流动负债总额	1,897	2,384	3,210	4,192	营业收入增长率	32.70%	9.47%	12.43%	8.67%
负债总额	4,773	5,142	5,926	6,705	营业利润增长率	32.68%	10.77%	12.49%	9.09%
股本	68	68	68	68	归母净利润增长率	20.27%	23.12%	6.60%	6.71%
其他储备	7,225	8,061	9,029	9,271	盈利能力				
保利盈利	2,901	3,405	3,914	3,992	净利率	55.93%	62.90%	59.64%	58.56%
权益总额	10,194	11,533	13,010	13,331	ROE	10.74%	10.07%	9.51%	9.51%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万港元					单位: 百万港元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	31.89%	30.73%	31.32%	33.60%
除税前利润	1,022	1,242	1,387	1,504	流动比率	1.63	1.56	1.56	1.67
物业、厂房及设备折旧	354	376	376	376	利息保障倍数	6.77	16.34	15.77	15.28
营运资金变动	-172	246	234	151	营运能力(次)				
经营活动所得现金净额	1,120	1,694	1,758	1,758	资产周转率	0.14	0.11	0.11	0.11
资本开支	-167	0	0	0	应收账款周转率	0.65	0.56	0.61	0.64
其他	-2,003	-1,661	-1,647	-1,500	每股资料(港元)				
投资活动所用现金净额	-2,169	-1,661	-1,647	-1,500	每股收益	0.15	0.16	0.17	0.18
银行借款所得款项	360	1,080	1,296	1,361	每股股东净资产	1.51	1.72	1.92	1.96
偿还银行借款	-1,230	-615	-492	-393	每股派息	0.14	0.17	0.18	0.19
上市融资	3,895	0	0	0	估值比率(倍)				
派息	-912	-1,122	-1,196	-1,277	PE	19.10	17.67	16.57	15.53
融资活动所得现金净额	2,280	-719	-448	-359	PB	1.90	1.67	1.49	1.46
现金增加(减少)净额	1,231	-685	-337	-101	股息率	4.70%	5.79%	6.17%	6.59%
年初现金及现金等价物	421	1,631	946	609					
汇兑差额	-22	0	0	0					
年末现金及现金等价物	1,631	946	609	509					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。