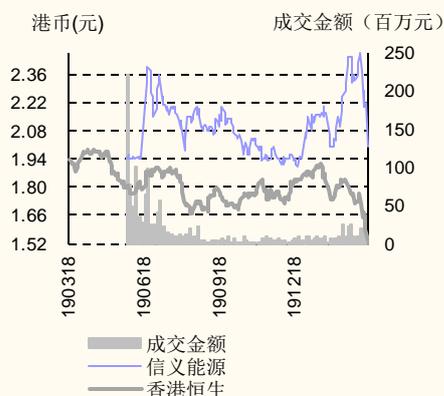


市价(港币): 2.000元  
目标(港币): 3.40-3.40元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	2.000
流通港股(百万股)	6,752.48
总市值(百万元)	13,504.96
年内股价最高最低(元)	2.470/1.900
香港恒生指数	23063.57



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	3.63	-7.41	
相对香港恒生	20.79	6.50	

## 相关报告

- 《如期兑现高派息承诺, 充足财务资源支撑成长潜力-信义能源 201...》, 2019.8.8
- 《兼具成长性和稳定高派息能力的光伏运营商, AVH 市场独一家-信...》, 2019.6.5

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

张斯琴

联系人  
zhangsiqin@gjzq.com.cn

## 兑现高派息承诺, 发布收购计划锁定增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,220	1,599	1,722	1,735	1,758
营业收入增长率	8.72%	31.05%	7.70%	0.73%	1.36%
归母净利润(百万元)	745	891	1,044	1,031	968
归母净利润增长率	3.53%	19.59%	17.18%	-1.21%	-6.14%
摊薄每股收益(元)	0.110	0.132	0.155	0.153	0.143
每股经营性现金流净额	0.16	0.15	0.14	0.15	0.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.63%	8.74%	10.29%	10.24%	9.72%
P/E	0.00	15.46	12.94	13.09	13.95
P/B	0.00	1.35	1.33	1.34	1.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2019 年业绩, 收入 15.93 亿港元, 同比增长 32.7%, 净利润 8.91 亿港元, 同比增长 20.3%, 可分派收入 9.1 亿港元, 每股派发股息 0.135 港元, 股息分派占可分派收入 100.5%, 符合市场预期。
- 公司拟向信义光能收购 230MW 电站, 初步认购价 10.68 亿港元, 收购完成日支付 90%, 后续一年内支付尾款 10%。

## 评论

- 持有电站规模增长推动盈利高增, 有效税率上升拖累利润率:** 公司目前持有电站 1.5GW, 全年发电量 16.1 亿 kWh。其中, 2019 年 6 月向母公司收购 540MW 光伏电站, 贡献发电量 414.31GWh。在经营效率提升与规模效应的推动下, 毛利率上升 0.4pct 至 76.3%。公司在手电站建成期大多分布在 2014-2016 年, 逐步进入税率“三免三减半”之“减半”年限, 报告期内有效税率上升 6.8pct 至 12.8%, 拖累净利率下降 5.8pct 至 55.9%, 预计过渡到全税期后净利率回归 45-50%。根据可分派收入计算公式, 税率变动不影响派息总额。
- 2020 年预计收购 400MW 电站, 规模扩大确保业绩提升。** 公司 2019 年收购的 540MW 电站年内仅贡献 7 个月收入约 3.8 亿港元, 2020 年全额并表预计贡献收入 6 亿港元。此外, 公司计划 2020 年向母公司信义光能及第三方分别收购 230/170MW 电站, 预计下半年完成, 确保公司全年业绩同比提升。母公司信义光能项目储备充足, 截止 2019 年底共持有储备项目 1320MW, 其中平价项目 490MW, 竞价项目 70MW, 支撑公司电站规模每年提升 10-20%。
- 在手现金与债权融资空间保障规模增长与派息能力。** 截止 2019 年底, 公司持有现金 16.3 亿港元, 净负债率 3.2%, 较 2019H1 下降 4.2pct, 债权融资空间充足, 有效保障 2020 年新项目收购(预计 400MW 收购需要 10-15 亿港元)与后续股息发放。随着平价接近, 补贴缺口更加可控, 新建及存量电站现金流及收益质量将优化, 强化公司派息能力。

## 盈利预测与投资建议

- 基于当前持有电站规模, 预测 2020-2022 年净利润 10.44/10.31/9.68 亿港元, 可分派收入 10.91/11.01/10.89 亿港元; 按照 2020-2022 年每年收购 400MW 电站的合理假设, 预测净利润及可分派收入分别上升至 10.93/12.30/13.44 亿港元和 11.26/12.27/13.66 亿港元。维持目标价 3.40 港元, 对应 4.9%股息率、21 倍 2020PE 和 2.3 倍 2020PB (不考虑新增收购), 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 补贴发放进度不及预期、电网消纳情况恶化、汇率波动

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,122	1,220	1,599	1,722	1,735	1,758
增长率		8.7%	31.0%	7.7%	0.7%	1.4%
主营业务成本	-288	-301	-378	-424	-427	-433
% 销售收入	25.7%	24.6%	23.6%	24.6%	24.6%	24.6%
毛利	834	920	1,222	1,299	1,308	1,326
% 销售收入	74.3%	75.4%	76.4%	75.4%	75.4%	75.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-21	-54	-51	-54	-54	-55
% 销售收入	1.9%	4.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	813	866	1,170	1,244	1,254	1,271
% 销售收入	72.4%	70.9%	73.2%	72.2%	72.3%	72.3%
财务费用	-77.7	-78.2	-148.7	-50	-52	-67
% 销售收入	6.9%	6.4%	9.3%	2.9%	3.0%	3.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	8	5
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.4%
营业利润	735	788	1,022	1,199	1,210	1,209
营业利润率	65.5%	64.5%	63.9%	69.6%	69.8%	68.8%
营业外收支	-0.25	5.12	0.43	1	3	1
税前利润	735	793	1,022	1,200	1,213	1,210
利润率	65.5%	65.0%	63.9%	69.7%	69.9%	68.8%
所得税	-15	-48	-131	-156	-182	-242
所得税率	2.1%	6.0%	12.8%	13.0%	15.0%	20.0%
净利润	720	745	891	1,044	1,031	968
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	720	745	891	1,044	1,031	968
净利率	64.1%	61.1%	55.7%	60.6%	59.5%	55.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	735	793	1,022	1,044	1,031	968
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	248	259	0	380	380	380
非经营收益	75	41	0	-144	68	76
营运资金变动	-543	17	0	-318	-440	-450
经营活动现金净流	514	1,110	1,111	962	1,039	974
资本开支	-178	-111	0	1	2	-1
投资	0	0	0	0	0	0
其他	3	7	0	5	8	5
投资活动现金净流	-175	-104	0	6	10	4
股权募资	0	0	3,526	0	0	0
债权募资	-354	-1,028	425	-670	75	115
其他	0	-9	-1,662	-1,167	-1,180	-1,171
筹资活动现金净流	-354	-1,037	2,290	-1,837	-1,105	-1,056
现金净流量	-16	-31	3,401	-869	-56	-78

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	472	421	1,631	763	707	629
应收款项	2,057	1,845	3,052	2,926	2,899	2,891
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	2,530	2,267	4,684	3,689	3,606	3,519
% 总资产	27.4%	27.0%	31.3%	27.1%	27.5%	27.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	6,687	6,129	9,945	9,565	9,186	8,808
% 总资产	72.6%	73.0%	66.4%	70.4%	70.0%	69.5%
无形资产	0	0	330	330	330	330
非流动资产	6,687	6,129	10,283	9,903	9,524	9,146
% 总资产	72.6%	73.0%	68.7%	72.9%	72.5%	72.2%
资产总计	9,217	8,396	14,966	13,592	13,130	12,666
短期借款	1,430	653	727	88	163	278
应付款项	359	261	2,105	1,673	1,201	731
其他流动负债	12	22	43	31	36	48
流动负债	1,800	936	2,876	1,792	1,401	1,057
长期贷款	1,285	1,035	1,226	1,226	1,226	1,226
其他长期负债	25	19	671	427	427	427
负债	3,110	1,990	4,773	3,445	3,053	2,709
普通股股东权益	6,107	6,406	10,194	10,147	10,077	9,957
其中：股本	0	0	68	68	68	68
未分配利润	1,495	2,158	2,901	2,855	2,785	2,664
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,217	8,396	14,966	13,592	13,130	12,666

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.107	0.110	0.132	0.155	0.153	0.143
每股净资产	0.904	0.949	1.510	1.503	1.492	1.475
每股经营现金净流	0.076	0.164	0.151	0.142	0.154	0.144
每股股利	0.000	0.000	0.130	0.162	0.163	0.161
回报率						
净资产收益率	11.78%	11.63%	8.74%	10.29%	10.24%	9.72%
总资产收益率	7.81%	8.87%	5.95%	7.68%	7.86%	7.64%
投入资本收益率	9.02%	10.05%	8.25%	9.45%	9.30%	8.88%
增长率						
主营业务收入增长率	14.28%	8.72%	32.70%	7.70%	0.73%	1.36%
EBIT增长率	13.22%	6.52%	35.18%	6.32%	0.81%	1.36%
净利润增长率	9.20%	3.53%	20.30%	17.18%	-1.21%	-6.14%
总资产增长率	10.45%	-8.91%	78.26%	-9.19%	-3.40%	-3.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	593.2	583.7	558.9	620.0	610.0	600.0
存货周转天数	-	-	-	-	-	-
应付账款周转天数	-	-	-	-	-	-
固定资产周转天数	2,156.4	1,819.8	2,167.2	1,931.8	1,838.0	1,734.4
偿债能力						
净负债/股东权益	36.72%	19.76%	3.16%	5.43%	6.77%	8.79%
EBIT利息保障倍数	10.5	11.1	7.9	24.8	24.1	18.9
资产负债率	33.75%	23.70%	31.89%	25.34%	23.25%	21.39%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：2019年公司未披露完整现金流量表，故报表中只显示关键数据。

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH