

## 3868.HK 信义能源

未评级

## 由信义光能分拆，高派息的光伏电站运营商

2018年12月11日

## 市场数据

日期	2018-12-11
招股价 (港元)	1.89-2.42
总股本 (亿股)	66.25
发行后市值 (亿港元)	125.2-160.3
净资产 (亿港元)	63.61
每股净资产 (港元)	0.96
PB (发行后)	1.97-2.52

数据来源: 公司招股书

## 相关报告

信义光能(0968.HK)2018 中报业绩点评\_光伏玻璃毛利率达到高点, 行业洗牌中拥有领先地位 20180731

## 海外能源、公用事业、工业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀信

[cheyunji@xyzq.com.cn](mailto:cheyunji@xyzq.com.cn)

SAC: S0190118090213

## 投资要点

- 由信义光能电站业务分拆出的光伏电站运营商。信义能源分拆上市后, 信义光能间接持有公司约 53.72% 的股份, 公司创始人等一些股本投资者持有 17.90% 股份, 其余 28.38% 由全球发售的公众股东持有。
- 上市后一个月内公司将共拥有约 1.5GW 光伏电站, 将采纳高派息率政策。公司上市时的首批 9 个电站组合容量为 954MW, 全部进入前七批补贴目录, 上市后 1 个月内将收购信义光能 540MW 目标组合的 6 个光伏电站, 之后公司的太阳能发电场项目总核准容量将增加至 1,494 兆瓦。公司计划每个财政年度的分派金额将不少于可供分派收入的 90%, 并有意分派 100% 可供分派收入。截至 2018 年度的末期股息, 预期分派相当于年内可供分派收入总额的 50%; 而 2019 和 2020 年两个年度, 则预计宣布及分派相当于可供分派收入 100% 的中期及末期股息。
- 公司目前负债率较低。公司 2018 年 6 月底的净负债率仅为 34.2%, 上市融资后会继续降低。公司的低负债率水平能够使公司在未来获得较多额度的低成本外部负债, 有利于进行持续的规模扩张。
- 我们的观点: 信义能源是市场上稀缺的低负债率且具有高派息定位的新能源电站运营商, 在控股公司信义光能的支持下, 我们认为公司将在未来几年有望借助资本实力在市场上收购一些较为优质的光伏电站, 驱动分红规模的提升, 建议投资者积极关注。

公司名称	信义能源
股票代码	3868.HK
招股截止时间	2018 年 12 月 13 日
上市日期	2018 年 12 月 21 日
发行股数 (亿股)	18.80
--香港发售数 (亿股)	1.88
--国际配售数 (亿股)	16.92
发行后总股本 (亿股)	66.25
发行价范围 (港元/每股)	1.89-2.42
发行后市值 (亿港元)	125.2-160.3
独家保荐人	BNP Paribas
联席账簿管理人	中银国际, DBS, HSBC
会计师	罗兵咸永道会计师事务所

**风险提示:** 1、光伏补贴政策出现重大调整; 2、新能源补贴拖欠时间延长; 3、新增电站收购不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 目 录

<b>1、信义能源：由信义光能电站业务分拆出的光伏电站运营商</b> .....	<b>3</b>
1.1、公司发展历程、上市前股权架构和控股股东 .....	3
1.2、公司管理层及上市后股权架构 .....	4
<b>2、中国光伏业发展迅猛，光伏电站运营商市场份额分散</b> .....	<b>6</b>
2.1、度电补贴政策下，中国光伏迎来大发展 .....	6
2.2、2018 年光伏新政加速补贴退坡，已建成电站成为优质资产 .....	7
2.3、光伏电站运营商市场份额分散 .....	8
<b>3、公司定位为高派息的光伏电站运营商</b> .....	<b>9</b>
3.1、公司首批组合包含 954MW 光伏电站 .....	9
3.2、上市后 1 个月内将收购信义光能 540MW 目标组合光伏电站 .....	10
3.3、公司计划采取高派息政策 .....	12
<b>4、公司财务状况、未来战略及我们的观点</b> .....	<b>13</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>14</b>
图 1、信义能源分拆上市前的股权架构 .....	3
图 2、信义能源分拆上市后的股权架构 .....	5
图 3、历年中国光伏新增和累计装机容量 .....	6
图 4、历年中国新增装机地面电站和分布式占比情况 .....	6
图 5、历年中国光伏发电量 .....	6
图 6、历年中国光伏发电量占比 .....	6
图 7、公司首批组合的光伏电站地理分布 .....	9
图 8、公司目标收购组合的光伏电站地理分布 .....	11
图 9、公司历年计息负债总额和现金 .....	13
图 10、公司历年净负债率 .....	13
图 11、公司银行借款账龄（2018H1） .....	13
图 12、公司电价补贴应收账款周转天数 .....	13
表 1、信义能源子公司介绍 .....	3
表 2、信义能源发展大事记 .....	4
表 3、发改委、能源局 2018 年 5 月 31 日出台的关于光伏发电行业的政策 .....	7
表 4、2018 年光伏制造端价格变化情况 .....	7
表 5、“531”新政之后上市公司公告的拟交易光伏电站情况 .....	7
表 6、按累计装机容量排名的中国光伏电站运营商（2017 年末） .....	8
表 7、公司首批组合的光伏电站资料 .....	9
表 8、公司首批组合光伏电站的电价和售电量情况 .....	10
表 9、公司目标收购组合的光伏电站资料 .....	10
表 10、公司目标收购组合光伏电站的电价和售电量情况 .....	11
表 11、目标组合初步购买价 .....	12
表 12、公司历财年期间利润、经调整 EBITDA 及可供分派收入 .....	12

**报告正文**

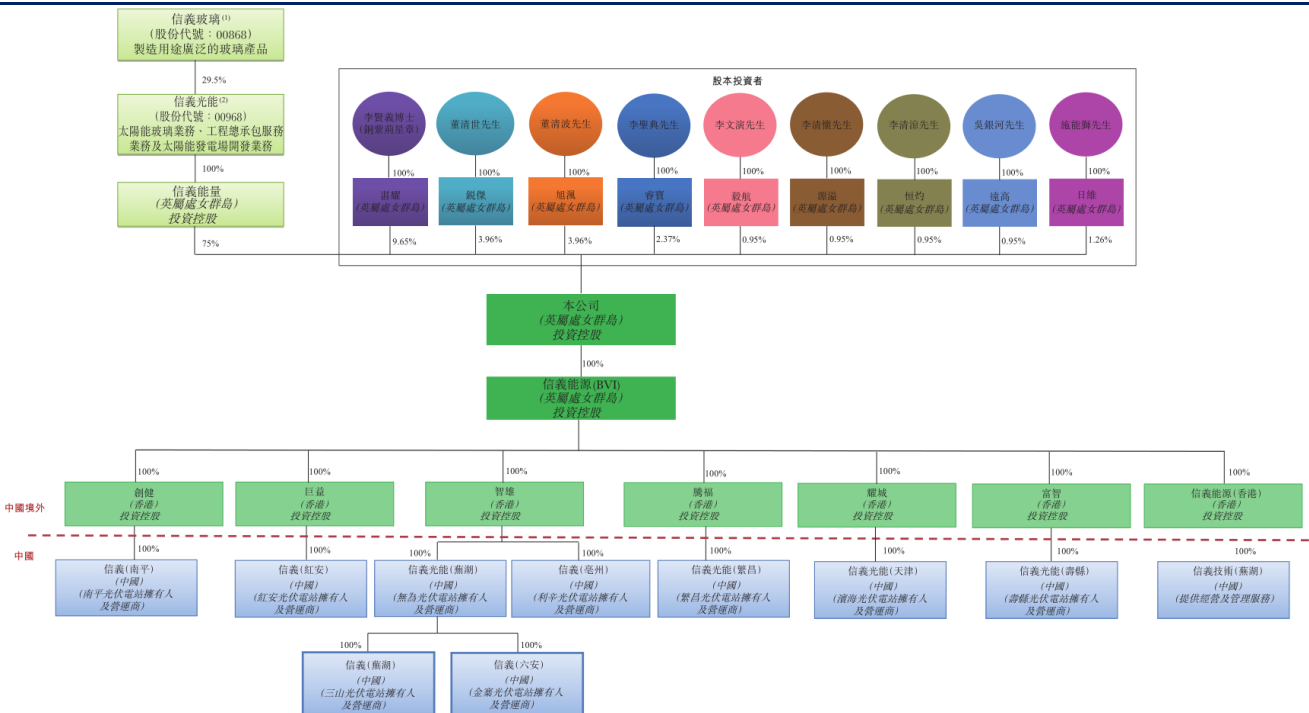
**1、信义能源：由信义光能电站业务分拆出的光伏电站运营商**

**1.1、公司发展历程、上市前股权架构和控股股东**

信义能源为一家中国领先的非国营太阳能发电场运营商，所有太阳能发电场项目均位于中国用电需求较高的地区，如安徽省、天津市、河南省、湖北省及福建省，限电风险低。这些太阳能发电场项目相对新建，资产可用年期长，在度电上网政策下，向国家电网的当地附属公司销售电力，为公司带来稳定的收益。

信义能源于2015年6月26日在英属处女群岛注册，成立时为信义光能(968.HK)的全资附属公司。在此次分拆上市前，公司为信义光能的业务分部之一，信义光能间接拥有信义能源75%的股权，公司创始人等一些股本投资者持有其余25%股份。分拆之后，信义光能保留其太阳能玻璃、EPC及太阳能发电场业务，信义能源作为信义光能的非全资附属公司继续于信义光能的综合财务报表合并入账。

**图1、信义能源分拆上市前的股权架构**



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

**表1、信义能源子公司介绍**

子公司	业务里程碑
创健	南平光伏电站的控股公司
巨益	红安光伏电站的控股公司
智雄	利辛光伏电站的控股公司
腾福	繁昌光伏电站的控股公司

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

耀城	滨海光伏电站的控股公司
富智	寿县光伏电站的控股公司
信义能源（香港）	信义能源（香港）由信义能源（BVI）于2017年2月注册成立

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、信义能源发展大事记

时间	业务里程碑
2014.09	公司于安徽省的首个太阳能发电场项目为金寨光伏电站，位于安徽省六安市，核准容量达150兆瓦，其已连接国家电网并开始产生电力。
2014.11	公司首个部分建于鱼塘水面的太阳能发电场项目为三山光伏电站，位于安徽省芜湖市，核准容量达100兆瓦，其已连接国家电网并开始产生电力。
2015.03	公司于福建省的首个太阳能发电场项目为南平光伏电站，位于福建省，核准容量达30兆瓦，其已连接国家电网并开始产生电力。
2015.10	公司于湖北省的首个太阳能发电场项目为红安光伏电站，位于湖北省，核准容量达100兆瓦，其已连接国家电网并开始产生电力。
2015.12	公司首个运用太阳能追踪系统的太阳能发电场项目为繁昌光伏电站，位于安徽省芜湖市，核准容量达60兆瓦（当中2.99兆瓦为太阳能追踪系统所用），其已连接国家电网并开始产生电力。
2016.03	公司于天津市的首个太阳能发电场项目为滨海光伏电站，核准容量达174兆瓦，其已连接国家电网并开始产生电力。
2016.11	公司金寨光伏电站及三山光伏电站名列第六批补助目录，已获得截至2015年4月底的电价调整人民币61.4百万元（相等于68.9百万港元）。
2017.06	公司金寨光伏电站及三山光伏电站名列第六批补助目录，已获得2015年5月至2015年7月底期间的电价调整人民币39.7百万元（相等于45.3百万港元）。
2017.10	公司金寨光伏电站及三山光伏电站名列第六批补助目录，已获得由2015年8月至2016年12月底期间的电价调整人民币232.6百万元（相等于272.8百万港元）。
2018.09	公司(a)已列入第七批补助目录的首批组合项下所有太阳能发电场项目（滨海光伏电站除外）已获得截至2017年1月31日期间的电价调整及(b)滨海光伏电站已获得截至2017年3月31日期间的电价调整总额人民币522.9百万元（相当于592.9百万港元）。

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 控股股东：信义光能介绍

信义光能控股有限公司（968.HK）是全球最大的太阳能光伏玻璃制造商，2013年12月12日于香港联交所主板上市。公司专业从事太阳能光伏玻璃的研发、制造、销售和售后服务，为全球主要的国内外太阳能组件厂商提供太阳能光伏玻璃产品。信义光能于2013年第三季度开始开发首个大型地面电站，于2015/2016/2017年末，信义光能光伏装机容量分别为610MW、1464MW和2064MW。

### 1.2、公司管理层及上市后股权架构

#### 公司主要管理层介绍：

**李贤义博士（铜紫荆星章），66岁，非执行董事兼主席。**李博士自2013年12月带领公司的业务发展工作，负责制订公司整体业务策略。李博士拥有逾8年电力行业经验及逾29年玻璃行业经验，为信义玻璃的创办人，目前为信义玻璃的执行董事兼主席。李博士目前亦为信义光能的非执行董事兼主席，分拆及上市后将调任信义光能执行董事，同时仍兼任信义光能主席。因此，李博士不会同时担任本公司及信义光能的行政职位。

**董清世先生，53岁，执行董事兼副主席。**董先生于2013年12月加入公司，自2014年初开始建设第一个大型地面集中式太阳能发电场项目起便负责制订并执行公司

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

的业务策略。董清世先生拥有逾 8 年电力行业经验及逾 29 年玻璃制造行业经验，现为信义玻璃的执行董事兼行政总裁，亦为信义光能的执行董事兼副主席，分拆及上市完成后将调任信义光能非执行董事，同时仍兼任信义光能副主席。因此，董先生不会同时担任公司及信义光能的行政职位。

**董贻滢先生，31 岁，执行董事兼行政总裁。**董先生于 2016 年 3 月起加入公司，一直监管太阳能发电场经营业务。董先生也为收购委员会的成员之一，主要负责监督公司日常业务营运和评估潜在太阳能发电场收购及投资机会。董先生于 2012 年 9 月加入信义玻璃，担任行政助理，主要负责项目监督及协调的相关工作。

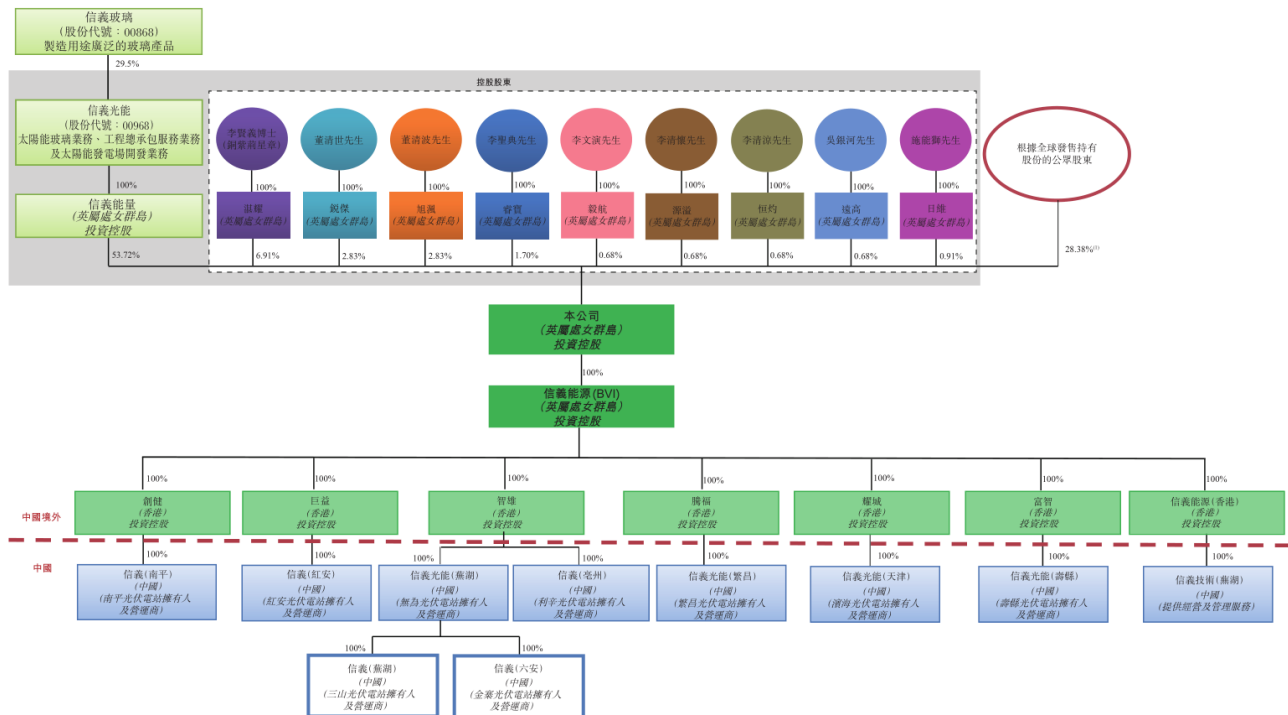
**李友情先生，43 岁，执行董事。**李先生主要负责制订公司整体业务策略和规划及物色收购太阳能发电场项目的合适机会。李先生于 2013 年 12 月起加入公司，拥有逾 5 年电力行业经验，现任信义光能执行董事兼行政总裁。

**程树娥女士，61 岁，为执行董事兼总经理。**程女士主要负责监督太阳能发电场项目的营运，亦为收购委员会成员。程女士于 2016 年 1 月加入公司，负责公司太阳能发电场项目的营运及维护。

**公司分拆上市后股权架构：**

信义能源分拆上市后，信义光能间接持有公司约 53.72% 的股份，公司创始人等一些股本投资者持有 17.90% 股份，其余 28.38% 由全球发售的公众股东持有。

图2、信义能源分拆上市后的股权架构



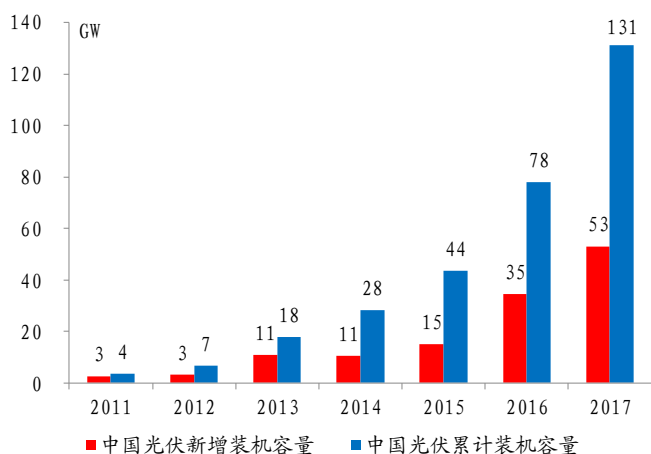
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理（注：并无计及因超额配股权或可能根据首次公开发售后购股权计划而授出的任何购股权获行使而可能配发及发行的任何股份）

## 2、中国光伏业发展迅猛，光伏电站运营商市场份额分散

### 2.1、度电补贴政策下，中国光伏迎来大发展

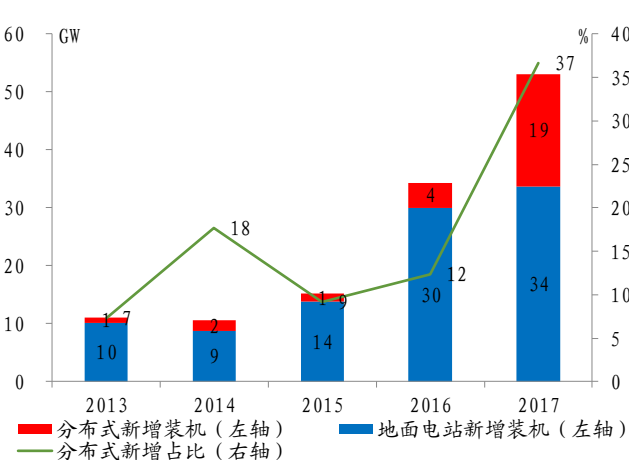
中国光伏新增装机快速提升，分布式光伏在 2017 年得到大发展。在 2013 年开始实施的光伏度电补贴政策后，中国光伏业得到大发展。2017 年全国新增光伏装机 53.06GW，同比增长 51%，累计装机达 131GW，占全世界累计装机比例达 32%，坐稳世界第一。其中，中国的分布式光伏在 2017 年爆发。2017 年分布式光伏新增装机容量 19.44GW，同比增长 356%，占全部新增装机量的 37%。

图3、历年中国光伏新增和累计装机容量



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

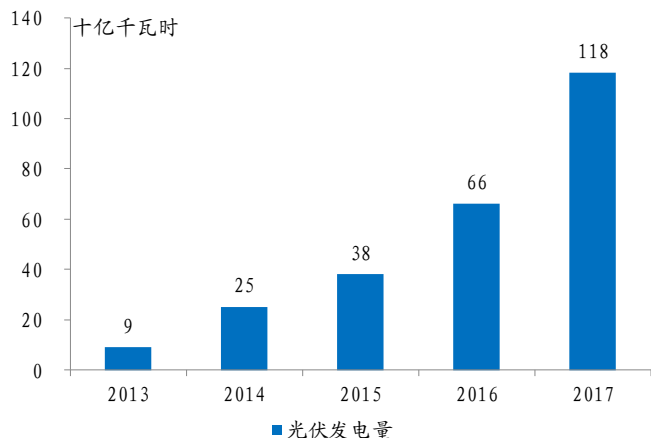
图4、历年中国新增装机地面电站和分布式占比情况



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

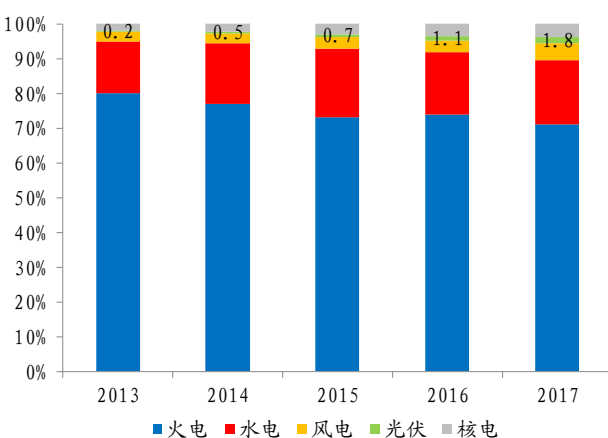
光伏发电量占比持续提升。2017 年中国光伏发电量达 1,182 亿千瓦时，占全社会发电量比例达 1.8%，光伏越来越成为可再生能源中举足轻重的发电电源。今后随着光伏装机量的持续提升以及火电新增装机的减少和落后产能的淘汰，光伏发电将继续提升占比。

图5、历年中国光伏发电量



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、历年中国光伏发电量占比



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、2018 年光伏新政加速补贴退坡，已建成电站成为优质资产

新能源补贴缺口不断放大促使新政策出台加速补贴退坡。过去几年以风电和光伏为代表的新能源发电装机快速增加，使可再生能源补贴拖欠的数额已超 1,000 亿元，而政策发布前各方对新能源产业链的投资热情仍较高，使得补贴的缺口问题在未来并不明朗。2018 年 5 月 31 日，国家能源局和发改委、财政部、国家能源局印发了《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》。

表3、发改委、能源局 2018 年 5 月 31 日出台的关于光伏发电行业的政策

编号	政策内容要点
	<b>《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》</b>
(1)	今年暂不安排普通光伏电站建设规模。
(2)	今年安排 10GW 左右规模用于支持分布式光伏项目建设，明确各地 5 月 31 日（含）前并网的分布式光伏项目纳入国家认可的规模管理范围，未纳入国家认可规模管理范围的项目，由地方依法予以支持。
(3)	今年 6 月 1 日起，新投运光伏电站、“全额上网”分布式光伏上网电价降低至 0.5/0.6/0.7 元/度，“自发自用、余电上网”分布式光伏全电量补贴降至 0.32 元/度，村级扶贫电站（0.5MW 以下）标杆电价不变。
(4)	之后新建普通光伏电站上网电价全部通过竞争性招标形成，不再执行政府定价，招标确定的价格不得高于降价后的标杆上网电价；鼓励地方出台竞争性招标办法配置除户用光伏以外的分布式光伏发电项目。

资料来源：国家发改委，能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

新政策对光伏制造端影响较大。自“531”新政后，5 月底至 10 月底硅料（单晶用料）、多晶硅片、单晶硅片市场均价分别下降了 34%、33%和 27%，而从年初至今分别下降了 47%、55%和 44%，电池片和组件方面也有类似的情况，下降幅度之大远超过近几年来各年的情况。

表4、2018 年光伏制造端价格变化情况

产品	年初价格	“531”附近价格	10 月底价格	10 月底较年初	10 月底较“531”
硅料（元/千克）	155	125	82	-47.1%	-34.4%
多晶硅片（元/片）	4.7	3.2	2.1	-54.8%	-33.3%
单晶硅片（元/片）	5.4	4.2	3.1	-43.5%	-27.4%
多晶电池片（元/瓦）	1.7	1.3	0.9	-48.2%	-34.1%
单晶高效电池片（元/瓦）	1.8	1.7	1.3	-28.6%	-26.5%
多晶组件（元/瓦）	2.8	2.4	1.8	-34.5%	-25.0%

资料来源：Solarroom，兴业证券经济与金融研究院整理

已建成电站补贴不受影响，使之成为优质资产。国家相关部门多次表示，会加快推进新能源补贴发放，已经承诺的补贴标准 20 年不变。新政策推出之后，我们认为诸多持有风电、光伏电站的运营企业或由于补贴延迟造成资金周转出现问题，或是由于自身前期快速发展阶段负债率较高等问题，将部分出售自身已建成电站，而此时拥有资金优势的低负债企业能够趁势吸纳优良新能源电站。

表5、“531”新政之后上市公司公告的拟交易光伏电站情况

出售方	收购方	电站规模（MW）	单瓦价格（元/瓦）
科陆电子	熊猫绿能	70	8.9
亚玛顿	北控清洁能源	50	7.34
隆基绿能	正泰电器	106.3	6.63
珈伟股份	东方日升	100	10.98
科陆电子	东方日升	30	9
兴业太阳能	陕西云合电力	25	8.16
爱康科技	这能电力	约 1,000	未知
<b>总计</b>		<b>1,381</b>	

资料来源：光伏门，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、光伏电站运营商市场份额分散

中国太阳能发电场项目的主要参与者包括国有企业（包括五间大型国有发电公司及四间国有发电公司）和多间私营参与者（主要包括垂直或部分综合太阳能行业制造商）。2017年，尽管私营企业分占市场份额上升，但国有企业所占的太阳能装机市场份额仍较高。

表6、按累计装机容量排名的中国光伏电站运营商（2017年末）

整体排名	私营企业排名	公司	2017年末累计装机容量 (MW)	市场份额 (%)
1		国有企业	11,659	8.95
2	1	私营企业	5,856	4.50
3		国有企业	4,000	3.07
4	2	私营企业	3,200	2.46
5	3	私营企业	3,100	2.38
6		国有企业	2,806	2.15
7		国有企业	2,590	1.99
8		国有企业	2,431	1.87
9		国有企业	2,310	1.77
10	4	私营企业	1,957	1.50
11	5	私营企业	1,819	1.40
12		国有企业	1,784	1.37
<b>13</b>	<b>6</b>	<b>信义光能</b>	<b>1,754</b>	<b>1.35</b>
14	7	私营企业	1,512	1.16
15	8	私营企业	1,220	0.94
		<b>小计</b>	<b>47,998</b>	<b>36.85</b>
		<b>其他</b>	<b>82,252</b>	<b>63.15</b>
		<b>总计</b>	<b>130,250</b>	<b>100</b>

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理



### 3、公司定位为高派息的光伏电站运营商

#### 3.1、公司首批组合包含 954MW 光伏电站

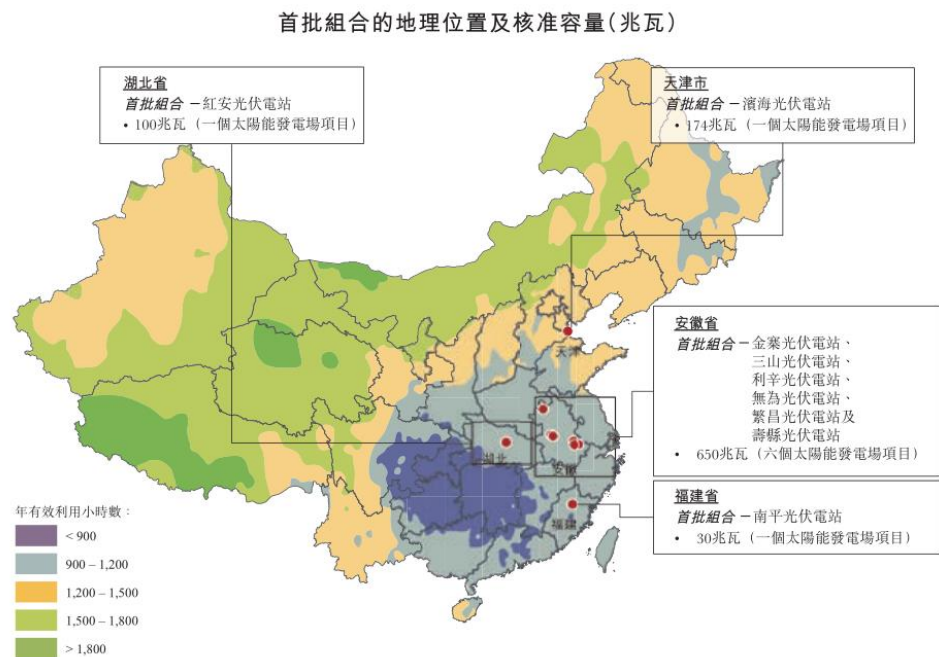
公司首批组合的 9 个太阳能发电场项目位于安徽省、天津市、湖北省及福建省，装机容量合计 954MW，均进入前七批的补贴目录。

表7、公司首批组合的光伏电站资料

项目名称	金寨 光伏电站	三山 光伏电站	南平 光伏电站	利辛 光伏电站	无为 光伏电站	红安 光伏电站	繁昌 光伏电站	寿县 光伏电站	滨海 光伏电站
经营实体	信义(六安)	信义(芜湖)	信义(南平)	信义(亳州)	信义(芜湖)	信义(红安)	信义(繁昌)	信义(寿县)	信义(天津)
项目类别	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式
核准容量 (MW)	150	100	30	140	100	100	60	100	174
竣工日期	2015.08	2015.09	2015.09	2016.06	2016.10	2016.07	2016.11	2016.12	2016.12
使用双玻 (MW)	21.9	28.7	11.5	140	30.0	46.4	60	100	161.5
使用太阳能追踪系统 (MW)	0.55	0.11	-	5.03	-	-	2.99	-	4.57
并网日期	2014.9	2014.11	2015.03	2015.09 (40MW) /2016.01 (100MW)	2015.10	2015.10 (50MW) /2016.01 (50MW)	2015.12 (40MW) /2016.01 (20MW)	2015.12	2016.03
预计每年最高利用小时数	1100	1100	1050	1150	1100	1150	1100	1150	1250
光伏资源区	三类	三类	三类	三类	三类	三类	三类	三类	二类
配额年度	2014.03	2014.02	2014.08	2014.10 (20MW) /2015.04 (20MW) /2015.06 (100MW)	2015.05	2014.11 (50MW) /2015.04 (50MW)	2015.05 (40MW) /2015.09 (20MW)	2015.03	2015.03
列入补贴目录所有权	是(第六批) 100%	是(第六批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%	是(第七批) 100%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司首批组合的光伏电站地理分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、公司首批组合光伏电站的电价和售电量情况

项目名称	金寨 光伏电站	三山 光伏电站	南平 光伏电站	利辛 光伏电站	无为 光伏电站	红安 光伏电站	繁昌 光伏电站	寿县 光伏电站	滨海 光伏电站
上网电价(元/ 千瓦时)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.95
电力销售 <sup>(1)</sup> (元/ 千瓦时)	0.3844	0.3844	0.3932	0.3844	0.3844	0.4161	0.3844	0.3844	0.3655
电价调整 <sup>(2)</sup> (元/ 千瓦时)	0.6156	0.6156	0.6068	0.6156	0.6156	0.5839	0.6156	0.6156	0.5845
2015年售电量 (吉瓦时)	157.43	90.17	21.02	12.54	8.37	4.37	1.30	1.59	-
2016年售电量 (吉瓦时)	163.51	109.40	31.28	143.32	100.77	83.76	55.77	133.44	155.01
2017年售电量 (吉瓦时)	170.65	110.90	35.23	176.23	108.38	80.87	86.03	143.37	236.69

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理（注1：电力销售按与当地燃煤电厂的上网基准电价相等的基本电价费率收取，在各中国省份有所不同，并能够由地方政府调整；注2：电价调整为上网电价与按基本电价费率销售电力的差额）

### 3.2、上市后1个月内将收购信义光能540MW目标组合光伏电站

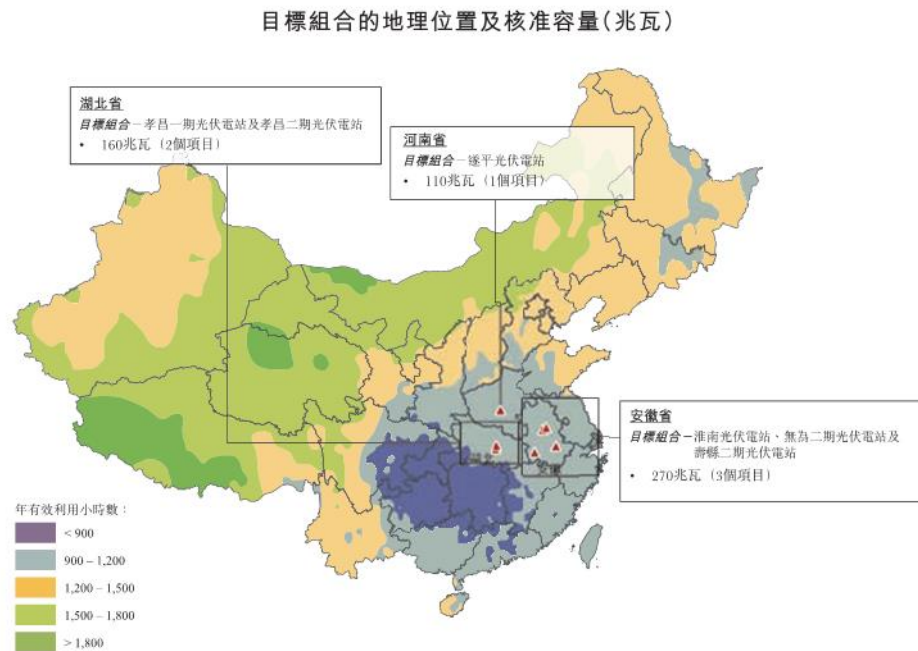
公司已订立目标买卖协议，将会动用部分全球发售所得款项净额的90.0%用于收购新智、天腾、汇卓、宝溢及悦天之所有已发行股份，进而获得由六个大型地面集中式太阳能发电场项目组成的目标组合，核准容量为540兆瓦。于目标收购完成（预期于上市日期后一个月内发生）后，目标组合的全部大型地面集中式太阳能发电场项目将成为由公司拥有并管理的太阳能发电场项目的一部分，公司的太阳能发电场项目总核准容量将增加至1,494兆瓦。

表9、公司目标收购组合的光伏电站资料

项目名称	孝昌一期 光伏电站	孝昌二期 光伏电站	遂平 光伏电站	寿县二期 光伏电站	淮南 光伏电站	无为二期 光伏电站
经营实体	信义光能 (孝昌)	信义光能 (孝昌)	信义光能 (遂平)	信义光能 (寿县)	信义光能 (淮南)	信义光能 (无为)
项目类别	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式	大型地面集 中式
核准容量(MW)	130	30	110	200	20	50
竣工日期	2018.08	2018.09	2018.08	2018.08 (100MW) /2018.10 (100MW)	2017.11	2018.04
使用双玻(MW)	130	30	110	200	20	50
使用太阳能追踪系统(MW)	3.3	0	-	103.8	0.6	49
并网日期	2016.06 (90MW) /2017.06 (40MW)	2017.05	2016.05	2016.09 (100MW) /2016.12 (100MW)	2016.03	2016.12
上网电价(人民币/千瓦时)	1.0(90MW) /0.85(40MW)	0.88(10MW) /0.80(20MW)	1.0	0.945	1.0	0.945
太阳能资源区	三类	三类	三类	三类	三类	三类
预计每年最高利用小时数	1150	1150	1150	1100	1150	1100
列入补贴目录情况	未列入	未列入	未列入	未列入	第七批	未列入

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司目标收购组合的光伏电站地理分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、公司目标收购组合光伏电站的电价和售电量情况

项目名称	孝昌一期 光伏电站	孝昌二期 光伏电站	遂平 光伏电站	寿县二期 光伏电站	淮南 光伏电站	无为二期 光伏电站
上网电价 (元/千瓦时)	1.0 (90MW)/0.85 (40MW)	0.88 (10MW) /0.80 (20MW)	1.0	0.945	1.0	0.945
电力销售 <sup>(1)</sup> (元/千瓦时)	0.4161 (90MW) /0.4161 (40MW)	0.4161 (10MW) /0.4161 (20MW)	0.3779	0.3844	0.3844	0.3844
电价调整 <sup>(2)</sup> (元/千瓦时)	0.5839 (90MW) /0.4339 (40MW)	0.4639 (10MW) /0.3839 (20MW)	0.6221	0.5606	0.5606	0.5606
2015年售电量 (吉瓦时)	0	0	0	0	0	0
2016年售电量 (吉瓦时)	31.48	0	36.51	5.86	15.44	0
2017年售电量 (吉瓦时)	94.21	7.11	94.91	105.99	26.62	20.18

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理（注1：电力销售按与当地燃煤电厂的上网基准电价相等的基本电价费率收取，在各中国省份有所不同，并能够由地方政府调整；注2：电价调整为上网电价与按基本电价费率销售电力的差额）

公司确认初步购买价乃经公平磋商并参考2015年至2018年完成容量介乎20兆瓦至200兆瓦可资比较的中国太阳能发电场交易后议定，这些市场上完成的交易中的企业价值/容量比率介乎每瓦特人民币4.11元至每瓦特人民币11.23元，而平均企业价值/容量比率则为每瓦特人民币8.14元。公司购买目标项目的初步购买价反映了企业价值/容量比率每瓦特人民币7.58元，在可资比较的中国太阳能发电场交易企业价值/容量比率范围之内，并接近可资比较的中国太阳能发电场交易平均企业价值/容量比率。

表11、目标组合初步购买价

组成目标公司的香港公司名称	目标组合下光伏电站	初步购买价(人民币百万元)	相当于(港币百万元)
新智	孝昌一期、二期光伏电站	1153.4	1298.8
天腾	遂平光伏电站	866.1	975.2
汇卓	寿县二期光伏电站	1504.7	1694.3
宝溢	淮南光伏电站	221.6	249.5
悦天	无为二期光伏电站	345.0	388.5
<b>总计</b>		<b>4090.8</b>	<b>4606.3</b>

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、公司计划采取高派息政策

信义能源上市后将采纳高派息率政策，计划每个财政年度的分派金额将不少于可供分派收入的 90%，并有意分派 100% 可供分派收入。截至 2018 年度的末期股息，预期分派相当于年内可供分派收入总额的 50%；而 2019 和 2020 年两个年度，则预计宣布及分派相当于可供分派收入 100% 的中期及末期股息。

#### 可分派收入的计算方法：

指经作出下列调整后相关财政年度或期间（视情况而定）公司的经调整 EBITDA

- 减去按名义税率计算的企业所得税；
- 减去按名义税率计算的股息预扣税；
- 减去名义长期偿债本金额；
- 减去产生的实际融资成本；
- 减去该财年或期间非控股权益应占实际利润；
- 减去产生的实际资本开支金额；
- 减去该财年或期间非控股权益应占实际利润；及
- 减去为 (i) 公司营运资金需求；(ii) 公司的未来资本开支；及 (iii) 日后偿还债务或遵守任何信贷融资或贷款协议中的契诺而预留的任何款项总额。

#### 经调整 EBITDA 计算方法：

EBITDA

- 减去其他收益/(亏损)净额；
- 减去其他收入；
- 减去未变现重估收益，包括减值拨备或拨回减值拨备；
- 减去商誉减值/确认负商誉；
- 减去重大非现金收益/亏损；
- 减去按综合收益表列为开支但以发行股份所得款项支付的股份发售成本；

表12、公司历财年期间利润、经调整 EBITDA 及可供分派收入

(单位：千港元)	截止 12 月 31 日至年度			截止 6 月 30 日至六个月	
	2015	2016	2017	2017	2018
年度/期内利润	256,088	659,005	719,639	391,679	363,651
企业所得税及股息预扣税开支	11,626	62	15,170	8,171	22,723
融资成本	-	53,172	80,659	40,913	41,188
财务收入	(75)	(1,604)	(3,002)	(222)	(2,643)
物业厂房折旧	77,542	218,170	247,527	121,114	133,884

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

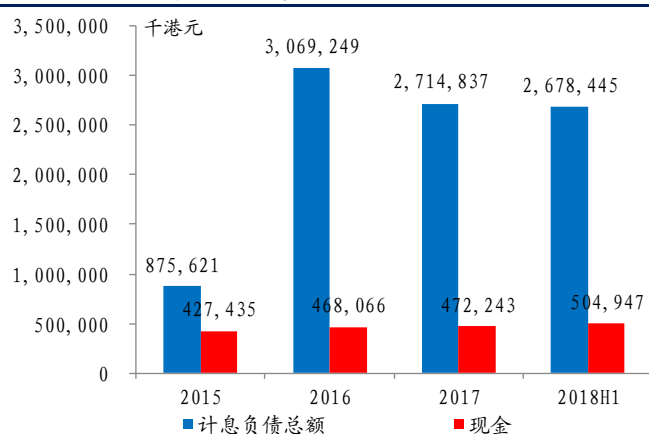
调整:					
其他收入	(42,345)	(13,840)	(6,356)	(2,420)	(3,038)
其他(收益)/亏损净额	(9,380)	7,167	251	711	(3,389)
<b>年度/期内经调整 EBITDA</b>	<b>293,456</b>	<b>922,132</b>	<b>1,053,888</b>	<b>559,946</b>	<b>552,376</b>
减:					
按名义税率计算的企业所得税	(66,929)	(164,767)	(183,702)	(99,963)	(96,594)
按名义税率计算的股息预扣税	(10,892)	(31,765)	(37,794)	(22,072)	(20,216)
名义长期偿债本金	(44,399)	(164,680)	(153,923)	(81,805)	(78,175)
总融资成本	(7,528)	(61,164)	(84,101)	(42,590)	(42,963)
<b>年度/期内可供分派收入</b>	<b>163,708</b>	<b>499,756</b>	<b>594,368</b>	<b>313,516</b>	<b>314,428</b>

资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、公司财务状况、未来战略及我们的观点

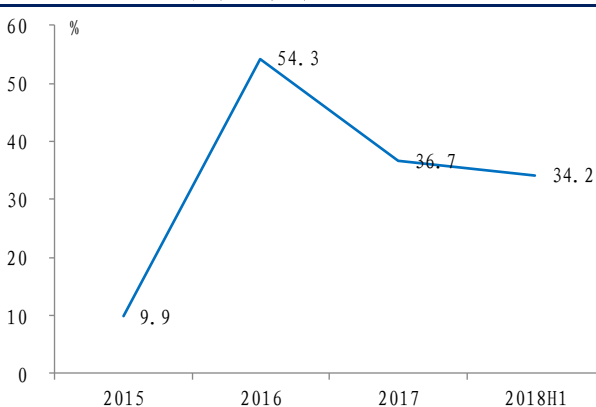
公司 2018 年 6 月底的净负债率仅为 34.2%，上市融资后会继续降低，对比同时期香港可再生能源行业上市公司普遍的净负债率超过 100%。公司的低负债率水平能够使公司在未来获得较多额度的低成本外部负债，有利于进行持续的规模扩张。

图9、公司历年计息负债总额和现金



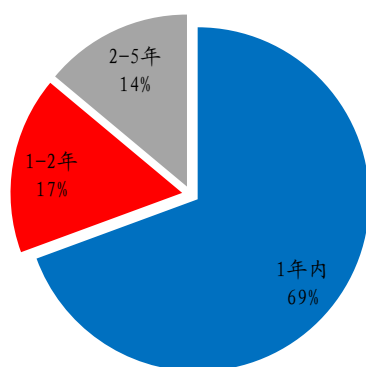
资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司历年净负债率



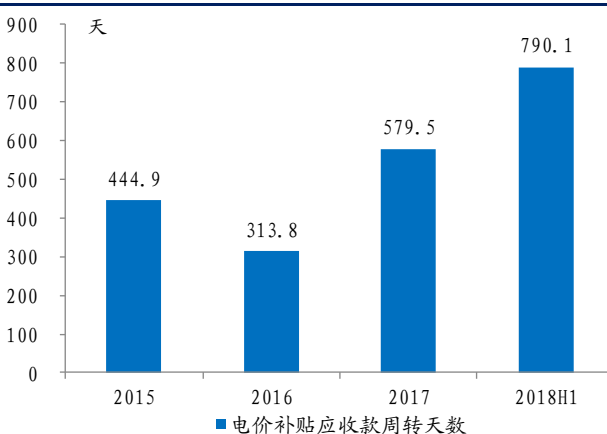
资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司银行借款账龄 (2018H1)



资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司电价补贴应收账款周转天数



资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

**公司未来战略:**

公司未来计划通过收购长期订约的太阳能发电场项目扩张业务及增长分派，从独立第三方厂商收购太阳能发电场，重点收购相对新建的按国家配额建设或与信誉良好的电力收购方订立长期电力购买协议，以及关注一些技术优良、经营表现可预测、经营风险及维护成本较低的大型太阳能发电场资产，并优先考虑利用外部债务融资进行收购，藉以获得更高回报并降低风险。

公司又计划进一步丰富项目组合，力图进军中国其他省份，巩固其行业领先地位，并以供求状况良好且无产能过剩或限电问题的地区作重点收购准则，拓展公司的业务版图。

与此同时，公司亦会适时留意国外投资环境利好的成熟及新兴市场以拓展太阳能发电场业务，以及考虑其他可再生技术及经营可再生能源发电资产的能力，并将于日后评估收购及合资机会，有助其项目组合多元化增长。

公司亦会密切监察可再生能源趋势发展情况及发展相关技能，期望透过发展内部实力，或与不同行业参与者达成战略合作以提高整体竞争力。

为确保拥有充足的财务资源以把握日后收购的机会，信义能源会维持审慎的资本架构及稳健财务政策，发掘期限较长的债务融资及实现债务到期状况多元化，并计划维持股息政策，为股东提供稳定的股息及维持股息长期持续增长。

**我们的观点:**

信义能源是市场上稀缺的低负债率且具有高派息定位的新能源电站运营商，在控股公司信义光能的支持下，我们认为公司将在未来几年有望借助资本实力在市场上收购一些较为优质的光伏电站，驱动分红规模的提升，建议投资者积极关注。

**5、风险提示**

1、光伏补贴政策出现重大调整；2、新能源补贴拖欠时间延长；3、新增电站收购不及预期。

## 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.xyqz.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司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，并应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。