

信义能源控股有限公司(3868 HK)

Xinyi Energy Holdings Limited

公司简介：

信义能源控股是由信义光能分拆所成立的一间中国非国营太阳能发电场拥有及营运商，主要从事开发及建造大型地面集中式太阳能发电场项目。公司的业务模式为收购、拥有及管理太阳能发电场项目，目前在国内拥有9个大型光伏电站总装机容量达954兆瓦，遍布安徽省、天津市、湖北省、福建省等，2017年发电量超过11亿度吉瓦时。发电场项目均为已并入国家电网和产生收益，并且与其订立购电协议，销售电力予当地附属公司，以赚取稳定的收益及现金流入。根据斯格报告，截至2017年年底，母公司信义光能（按累计已并网大型核准容量计算）在中国非国营太阳能发电场营运商中业排名第六，总核准容量为1,754兆瓦。

中泰观点：

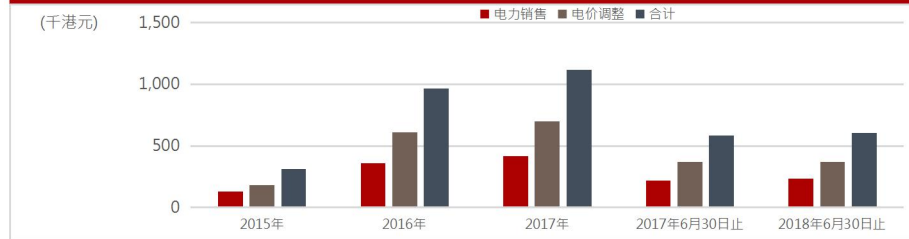
业务增长迅速，采取高派息政策 中国是全球规模最大且增长最快的太阳能发电市场，已连续五年成为全球规模最大的太阳能电力装机市场，新增装机容量达53.1吉瓦，占年内全球太阳能电力装机量的53%。太阳能电力累计发电量由2011年的2.1吉瓦增至2017年底的130.3吉瓦，复合年增长率为80.3%。国家能源局提升目标太阳能装机容量于2020年底前的105吉瓦。我们相信随着科技进步，加上市场对绿色能源的需求日增，太阳能发电效率和太阳能组件的成本有望分别进一步提升和下降，预期未来模块成本仍将继续下降。另外，太阳能发电业务亦受惠于中国政府相关的优惠政策，公司首批组合的发电场项目均根据国家配额制度建造及国家电网并网，于20年内可按适用比率享有上网电价，并已列入第六及第七批补助目录。公司拟于2019及2020年度分派相当于可供分派收入100%的中期及末期股息（可分派收入是指经作出调整如企业所得税、融资成本、和未来资本开支等因素后的经调整EBITDA）。我们认为高股息政策对偏好当期收入的股东更利，但由于部分资本预算受董事酌情决定，为实际派息带来不确定性。

经营业绩方面：过去三个财年，公司的太阳能发电场的平均利用率分别为92.5%、93.0%及106.7%；平均上网电价为人民币0.99元。公司总收益持续录得增长，从2015年的313百万港元增加至2017年的1,116百万港元。主要是由于首批组合的太阳能发电场项目开始并网，和太阳能发电场项目投入业务营运。毛利率自2015年的72.1%上升至17年的74.1%；毛利从2015年的226百万港元增至2017年的828百万港元，年复合增长率达54.2%；年内溢利亦自2015年的256百万港元增至2017年的720百万港元，主要反映年内首批组合中太阳能发电场项目的业务营运情况。

估值方面，公司市值相比H股同行业较高，为125-160亿港元，市盈率17.4-22.3之间，高于行业平均水平，市净率为1.31-1.52，高于行业平均水平。盈利能力方面，ROE、ROA分别为13.2%和8.2%，处于行业平均水平。综合公司在行业地位、业绩情况与估值水平，我们给予其60分，评级为「中性」。

风险提示：（1）政策转变；（2）未能维持股息水平；（3）通胀急升

收入分部明细：



来源：公司资料，中泰国际研究部

同业比较：

<最新已公布财年之财务数据>		(亿港元)		收入	净利润	净利	总资产	权益	历史	历史
股票名称	已知财年	市值	总收入	增长	增长	利润率	回报率	回报率	市盈率(倍)	市净率(倍)
信义能源(3868HK)	12/2017	125-160	11.2	15.3%	9.2%	64.5%	8.2%	13.2%	17.4-22.3	1.31-1.52
华能新能源 (958 HK)	12/2017	227.18	121.85	14.2%	13.3%	28.5%	3.8%	13.3%	6.03	0.76
北控清洁能源 (1250HK)	12/2017	64.2	100.4	247.4%	208.9%	15.5%	4.9%	22.3%	4.18	0.76
中国电力清洁能源 (735HK)	12/2017	29.7	55.7	2.0%	-0.7%	8.3%	1.5%	4.5%	7.06	0.31

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部；附注：1)回报率及负债比率并未考虑上市后集所得等因素；2)市盈率及市净率已考虑上市后集所得等因素

中泰国际研究部

2/F, 8/F and 9/F, No.238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 238 号 2 楼, 8 楼及 9 楼

Tel: (852) 3979-2985 Fax: (852) 2769-5966

申购意见： 中性

中泰评分：

单一项目评分：(20 分为满)	综合得分：(100 分为满)
公司成长性：13	60
估值水平：11	
市场稀缺性：12	
保荐人往绩：12	
市场氛围：12	

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要：

公开发售价：HK\$1.89-2.42	总发行数股：1,880,077,547 股
每股股数：2,000 股	公开发售：188,010,000 股
每手费用：约 HK\$4,889	国际发售：1,692,067,547 股
公司市值：HK\$125-160 亿	截止认购日：12 月 13 日
保荐人：法国巴黎证券	分配结果日：12 月 20 日
主要股东：信义能量（占 53.72%控股权）	正式上市日：12 月 21 日

集资用途：

以发行价中位数 HK\$2.155 计算，集资净额约 3910.1 百万港元	
用于支付协议目标价	约 90.0%
用于作营运资金及为减低利息开支而进行的贷款	约 10.0%
再融资	

主要财务及估值摘要：

(千港元)	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年 6 月 30 日止 六个月	2018 年 6 月 30 日止 六个月
营业收入	313,030	968,291	1,116,044	585,652	604,549
毛利	225,584	719,804	827,798	446,820	477,689
除税前溢利	267,714	659,067	734,809	399,850	386,374
期内溢利	256,088	659,005	719,639	391,679	363,651

毛利率	72.06%	74.34%	74.17%	76.29%	79.02%
除税前利润率	85.52%	68.06%	65.84%	68.27%	63.91%
净利润率	81.81%	68.06%	64.48%	66.88%	60.15%

经调整每股盈利(2017 年) 0.109 港元

经调整每股有形资产净值 1.45-1.59 港元

来源：公司资料，中泰国际研究部

(年结日为 12 月 31 日)

分析师：

许汉豪(Norman hui)

电邮：norman.hui@ztsc.com.hk

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1· 公司成长性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 2· 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 3· 市场稀缺性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 4· 保荐人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 5· 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 $\geq$ 85 分

申购： 70 分 $\leq$ 综合评分总得分 $<$ 85 分

中性： 50 分 $\leq$ 综合评分总得分 $<$ 70 分

回避： 综合评分总得分 $<$ 50 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。