

持有
维持稳定派息，转向海外布局
信义能源 (3868.HK)

2026-03-03 星期二

【投资要点】

目标价: **1.54 港元**
 现价: **1.30 港元**
 预计升幅: **18%**

重要数据

日期	2026-03-02
收盘价(港元)	1.30
总股本(亿股)	85.20
总市值(亿港元)	111
净资产(亿元)	132.38
总资产(亿元)	224.16
52周高低(港元)	1.93/0.76
每股净资产(元)	1.55

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

信义光能 (50.75%)
 上海宁泉资产 (9%)
 李贤义 (7.42%)
 信义玻璃 (5.74%)

相关报告

首次报告-20201209
 更新报告-20210310/0818
 更新报告-20220309/0808
 更新报告-20230609/20240313
 更新报告-20240809/20250609
 更新报告-20250813

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025 年全年盈利 10.1 亿元，同比增长 27.6%，派息稳定

2025 年全年公司收益 24.5 亿元，同比增长 0.5%，归属股东净利润 10.1 亿元，同比增长 27.6%；若撇除天津电站出售的一次性收益约 1.3 亿元，经营性利润约 9.13 亿元，同比增长 15% 左右。公司盈利增长主要受益于利息支出大幅减少、税务优化，叠加出售资产的一次性收益。每股基本盈利 12.00 分，末期股息 3.6 港仙，全年派息 6.5 港仙，派息率保持稳定约 49%。

➤ 国内项目收购暂缓，转向海外布局

2025 年公司向信义光能收购 3 个广东光伏项目 (230MW)，向信义玻璃和信义储电收购 64MW 风电项目。截至 2025 年底，公司持有 49 个光伏项目、1 个风电项目，累计核准容量 4.8GW (含已出售的天津项目 174MW，未来按权益会计法入账)；运营管理规模 6.2GW。2026 年暂无明确的内地电站收购计划，因国内限电和市场化交易电价下降情况更严峻，转向布局海外，马来西亚 100MW 合营项目已开工，预计 2026 年并网，计划在东南亚、亚太地区设立本地团队，逐步扩大海外项目规模。

➤ 利率持续下行，REITs 项目持续推进

2025 年公司所有银行借款已转为人民币计价，实际利率降至 2.53% (2024 年底为 3.5%)，短期借款占比降至 30%，大部分短期借款转为长期贷款，降低短期融资压力。2025 年经营性净现金流约 16.5 亿元，同比大幅改善 (主要因国补收款加快，2025 年收到国补约 9.1 亿元，同比 2024 年增加近一倍)；流动比率 1.9，净负债率 47.9%，显著低于行业平均水平，财务保持稳健。2026 年公司 REITs 项目持续推进，若短期资本开支不大，现金流良好，将积极考虑提高分红。

➤ 维持“持有”评级，给予目标 1.54 港元/股

我们给予公司目标价 1.54 港元/股，分别对应 2026 年 11 倍 PE，目标价较现价有 18% 的涨幅空间，维持“持有”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,440	2,453	2,510	2,601	2,745
变动(%)	7.0%	0.5%	2.3%	3.6%	5.5%
归属股东净利润	791	1,011	1,047	1,052	1,115
变动(%)	-12.0%	27.8%	3.6%	0.5%	6.0%
基本每股盈利(分)	9.55	12.00	12.29	12.35	13.09
市盈率@1.30 港元(倍)	12.0	9.6	9.3	9.3	8.8
每股股息(港仙)	5.00	6.50	6.14	6.17	6.54
股息现价比率(%)	4.4%	5.7%	5.3%	5.4%	5.7%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【報告正文】

➤ 2025 年全年盈利 10.1 億元，同比增長 27.6%，派息穩定

2025 年全年公司收益 24.5 億元，同比增長 0.5%，歸屬股東淨利潤 10.1 億元，同比增長 27.6%；若撇除天津電站出售的一次性收益約 1.3 億元，經營性利潤約 9.13 億元，同比增長 15% 左右。公司盈利增長主要受益於利息支出大幅減少、稅務優化，疊加出售資產的一次性收益。每股基本盈利 12.00 分，末期股息 3.6 港仙，全年派息 6.5 港仙，派息率保持穩定約 49%。

➤ 國內項目收購暫緩，轉向海外布局

2025 年公司向信義光能收購 3 個廣東光伏項目（230MW），向信義玻璃和信義儲電收購 64MW 風電項目。截至 2025 年底，公司持有 49 個光伏項目、1 個風電項目，累計核准容量 4.8GW（含已出售的天津項目 174MW，未來按權益會計法入賬）；運營管理規模 6.2GW。

2026 年暫無明確的內地電站收購計劃，因國內限電和市場化交易電價下降情況更嚴峻，轉而布局海外，馬來西亞 100MW 合營項目已開工，預計 2026 年并網，計劃在東南亞、亞太地區設立本地團隊，逐步擴大海外項目規模。

➤ 利率持續下行，REITs 項目持續推進

2025 年公司所有銀行借款已轉為人民幣計價，實際利率降至 2.53%（2024 年底為 3.5%），短期借款占比降至 30%，大部分短期借款轉為長期貸款，降低短期融資壓力。2025 年經營性淨現金流約 16.5 億元，同比大幅改善（主要因國補收款加快，2025 年收到國補約 9.1 億元，同比 2024 年增加近一倍）；流動比率 1.9，淨負債率 47.9%，顯著低於行業平均水平，財務保持穩健。

2026 年公司 REITs 項目持續推進，若短期資本開支不大，現金流良好，將積極考慮提高分紅。

➤ 給予"持有"評級，給予目標 1.54 港元/股

我們給予公司目標價 1.54 港元/股，分別對應 2026 年 11 倍 PE，目標價較現價有 18% 的漲幅空間，維持“持有”評級。

表 1：行业估值比较 (20260302)

发电行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
公用事业	0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.56	1,411	24.7	24.8	23.3	21.7	2.4	2.4	2.4	2.4
	2638.HK	港灯-SS	HKD	6.96	615	19.8	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2
	0002.HK	中电控股	HKD	74.15	1,873	16.0	17.9	16.5	15.8	1.7	1.7	1.6	1.5
	0270.HK	粤海投资	HKD	7.65	500	15.9	11.5	11.2	11.0	1.2	1.2	1.1	1.1
平均						19.1	18.1	17.0	16.1	1.7	1.7	1.6	1.6
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	10.50	405	22.6	26.9	14.4	10.4	1.0	1.0	0.9	0.8
	0968.HK	信义光能	HKD	3.32	304	27.9	32.5	12.9	10.7	0.9	0.9	0.9	0.8
	平均						25.3	29.7	13.7	10.5	1.0	0.9	0.9
	3868.HK	信义能源	HKD	1.30	111	12.0	9.6	9.3	9.3	0.8	0.8	0.7	0.7

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. 市场化交易电价下行
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】

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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,440	2,453	2,510	2,601	2,745
销售成本	(841)	(937)	(904)	(936)	(988)
毛利	1,600	1,516	1,606	1,664	1,757
其他收入	23	40	32	25	20
其他收益净额	(38)	93	84	42	42
财务收入	3	3	3	3	3
融资成本	(365)	(277)	(277)	(277)	(277)
行政开支	(49)	(61)	(88)	(91)	(96)
所得税	(376)	(302)	(313)	(314)	(333)
税前利润	1,168	1,311	1,360	1,366	1,449
净利润	792	1,010	1,047	1,052	1,115
归属股东净利润	791	1,011	1,047	1,052	1,115
折旧及摊销	699	713	728	742	757
增长					
总收入 (%)	7%	1%	2%	4%	6%
净利润 (%)	-12%	6%	0%	0%	0%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	354	951	1,091	1,320	1,431
应收账款	4,580	4,495	4,809	4,983	5,259
应收附属公司款项	1	155	0	0	0
其他流动资产	5	8	0	0	0
流动资产	4,941	5,610	5,901	6,303	6,690
固定资产	15,395	15,000	17,716	19,135	19,412
使用权资产	970	980	1,030	1,081	1,135
其他固定资产	362	826	350	367	385
非流动资产	16,727	16,807	19,095	20,583	20,933
总资产	21,669	22,416	24,996	26,886	27,623
应付账款	451	433	604	674	649
短期银行贷款	2,541	2,197	2,636	3,164	3,796
其他短期负债	186	253	273	294	317
流动负债	3,178	2,884	3,513	4,131	4,763
长期银行贷款	4,789	5,100	6,680	6,680	6,680
其他负债	1,197	1,194	388	417	449
非流动负债	5,986	6,294	7,068	7,097	7,129
总负债	9,164	9,178	10,581	11,228	11,892
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	12,504	13,239	14,415	15,659	15,732
负债及权益总额	21,669	22,416	24,996	26,886	27,623
每股账面值(元)	1.48	1.57	1.71	1.85	1.86
营运资金	1,763	2,726	2,387	2,172	1,928

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
净利率(%)	32%	41%	42%	40%	41%
营运表现					
实际税率(%)	32%	23%	23%	23%	23%
股息支付率(%)	48%	49%	49%	49%	49%
存货周转天数	-	-	-	-	-
应付账款周转天数	-	-	-	-	-
应收账款周转天数	-	-	-	-	-
ROE(%)	6%	8%	8%	7%	7%
ROA(%)	4%	5%	4%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6
收入/总资产	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10
总资产/股本	1.73	1.69	1.73	1.72	1.76
收入对利息倍数	64.8	(26.3)	(29.9)	(62.0)	(65.4)

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
融资成本	362	274	274	274	274
营运资金变化	1,037	963	(339)	(215)	(245)
所得税	(382)	(302)	(313)	(314)	(333)
营运现金流	956	1,885	1,726	1,783	1,666
资本开支	(2,269)	(2,269)	(2,269)	(2,269)	(2,269)
其他投资活动	(27)	446	0	0	0
投资活动现金流	(2,296)	(1,823)	(2,269)	(2,269)	(2,269)
负债变化	7,532	1,400	1,550	1,580	1,580
股本变化	1	1	0	0	0
股息	(294)	(294)	(294)	(294)	(294)
其他融资活动	(6,134)	(574)	(573)	(573)	(573)
融资活动现金流	1,105	533	683	713	713
现金变化	(235)	595	140	228	110
期初持有现金	588	354	951	1,091	1,320
汇率变动	1	1	1	1	1
期末持有现金	354	951	1,091	1,320	1,431

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>