

买入

新增装机提速，打造运维服务新增长点

协合新能源 (0182.HK)

2022-03-03 星期四

投资要点

目标价: 0.98 港元
现价: 0.74 港元
预计升幅: 32%

重要数据

日期	2022-03-02
收盘价 (港元)	0.74
总股本 (百万股)	8,957
总市值 (百万港元)	6,628
净资产 (百万元)	7,404
总资产 (百万元)	24,035
52 周高低 (港元)	1.01/0.45
每股净资产 (元)	0.82

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

 China Wind Power Investment Limited
 (13.72%)

华电福新(10.52%)

Splendor Power Limited(8.34%)

相关报告

更新报告-20190802

更新报告-20200407

更新报告-20200811/1112

更新报告-20210219/20210317

更新报告-20210806

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2021 年公司实现盈利 7.78 亿元人民币，同比增长 15.6%:

2021 年公司实现收入人民币 21.83 亿元，同比增长 9.1%；股东权益应占溢利人民币 7.78 亿元，同比增长 15.6%；基本每股盈利人民币 9.35 分，宣派末期股息每股 3 港仙。公司业绩略低于我们之前预期，主要因为电站所得税率上升以及电站溢价出售税负增加。

➤ 新增装机提速，打造运维服务新增长点:

2021 年，公司在建项目规模达到新高，总建设容量为 1833.5MW(2020 年同期:1050MW)。期内公司新增投产电厂 13 间，总装机容量 873.5MW，其中风电厂 10 间(共计 633.5MW)，光伏电厂 3 间(共计 240MW)。期内公司独资风电厂利用小时数达到 2,697 小时，同比增加 193 小时，高出行业平均水平 20%；2021 年公司电站综合度电成本为到 0.2822 元/千瓦时，同比下降 8.6%，充分显示公司电站资产优质和较高的运营水平。此外，公司致力于打造中国最大的新能源电站第三方专业服务商，2021 年在运维容量近 11GW，预期将成为公司新的业绩增长点。

➤ 由融资租赁转向银行贷款，带来 2022 年综合资金成本下降:

2021 年底公司在手现金达到 41.5 亿人民币，同比增长 52%，目前公司取得多家国有银行授信用于建设电站，基于公司每年资本金支出 15 亿人民币，预期公司现有资金加上电站出售资金回笼，资金保持宽裕状况。目前公司获得银行贷款利率约为 4.2-4.4%，预期 2022 年公司加权平均资本成本较 2021 年 5.35%下降 80bp。

➤ 价值优势明显，维持买入评级，维持目标价 0.98 港元:

目前公司 2022 年动态 PE 约 5.6 倍，PB 约 0.7 倍，估值优势明显。我们维持公司目标价 0.98 港元，相当于 2022 年 7.35 倍 PE 和 0.9 倍 PB，目标价较现价有 32% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,001	2,183	2,460	2,999	3,674
同比增长(%)	9.0%	9.1%	12.7%	21.9%	22.5%
净利润	673	778	896	1,076	1,285
同比增长(%)	11.4%	15.6%	15.1%	20.1%	19.4%
每股盈利(分)	7.86	9.28	10.71	12.86	15.36
PE@0.74HKD	7.6	6.5	5.6	4.7	3.9
每股股息(港元)	0.025	0.030	0.030	0.030	0.030
股息率	3.38%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021 年公司实现盈利 7.78 亿元人民币，同比增长 15.6%：

2021 年公司实现收入人民币 21.83 亿元，同比增长 9.1%；股东权益应占溢利人民币 7.78 亿元，同比增长 15.6%；基本每股盈利人民币 9.35 分，宣派末期股息每股 3 港仙。公司业绩略低于我们之前预期，主要因为电站所得税率上升以及电站溢价出售税负增加。

表 1：2021 年财务摘要

(百万元人民币)		截止 2021 年 12 月 31 日	截止 2020 年 12 月 31 日	变化率
主要财务数据	总资产	24,035.41	19,528.28	+23.08%
	净资产	7,553.48	6,494.500	+16.31%
	现金及现金等价物	4,151.44	2,608.07	+59.18%
		截止 2021 年 12 月 31 日	截止 2020 年 12 月 31 日	变化率
	收入	2,183.05	2,000.75	+9.11%
	权益持有人应占溢利	778.48	673.41	+15.60%
	全面摊薄后每股收益	9.28 人民币分	7.86 人民币分	+18.07%
分类收入	发电业务	1,736.35	1,728.44	+0.46%
	运维业务	244.83	154.32	+58.66%
	其他业务	201.86	118.00	+71.07%
分类业绩	发电业务	1,099.77	991.61	+10.91%
	运维业务	26.69	38.82	-31.25%
	其他业务	5.00	3.67	+36.24%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

新增装机提速，打造运维服务新增长点：

2021 年，公司在建项目规模达到新高，总建设容量为 1833.5MW(2020 年同期：1050MW)。期内公司新增投产电厂 13 间，总装机容量 873.5MW，其中风电厂 10 间(共计 633.5MW)，光伏电厂 3 间(共计 240MW)。期内公司独资风电厂利用小时数达到 2697 小时，同比增加 193 小时，高出行业平均水平 20%；2021 年公司电站综合度电成本为到 0.2822 元/千瓦时，同比下降 8.6%，充分显示公司电站资产优质和较高的运营水平。此外，公司致力于打造中国最大的新能源电站第三方专业服务商，2021 年在运维容量近 11GW，预期将成为公司新的业绩增长点。

由融资租赁转向银行贷款，带来 2022 年综合资金成本下降：

2021 年底公司在手现金达到 41.5 亿人民币，同比增长 52%，目前公司取得多家国有银行授信用于建设电站，基于公司每年资本金支出 15 亿人民币，预期公司现有资金加上电站出售资金回笼，资金保持宽裕状况。目前公司获得银行贷款利率约为 4.2-4.4%，预期 2022 年公司加权平均资本成本较 2021 年 5.35% 下降 80bp。

价值优势明显，维持买入评级，维持目标价 0.98 港元：

目前公司 2022 年动态 PE 约 5.6 倍，PB 约 0.7 倍，估值优势明显。我们维持公司目标价 0.98 港元，相当于 2022 年 7.35 倍 PE 和 0.9 倍 PB，目标价较现价有 32% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

政府补贴延后下发影响自有现金流

风资源不好，或限电影响发电量

表2：行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	32.35	1,179	35.9	24.1	15.9	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0
	0968.HK	信义光能	HKD	12.90	1,147	25.1	0.0	18.2	14.4	3.8	0.0	3.1	3.0
	3868.HK	信义能源	HKD	4.18	297	32.2	0.0	20.0	16.9	2.4	0.0	2.3	2.1
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	2.88	780	-	11.5	9.5	-	2.9	3.8	2.7	2.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.22	46	-	34.5	15.4	12.0	0.7	0.4	0.3	0.2
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	1.37	35	9.6	-	-	-	0.7	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.27	61	21.1	-	-	-	0.9	-	-	-
	平均					24.8	14.0	15.8	10.8	2.3	0.8	1.7	1.5
风电	2208.HK	金风科技	HKD	13.06	747	15.7	10.8	10.0	9.0	1.4	1.2	1.1	1.0
	0916.HK	龙源电力	HKD	16.22	2,143	24.2	17.9	15.5	13.4	2.1	1.8	1.7	1.5
	1798.HK	大唐新能源	HKD	3.10	225	16.0	10.1	9.0	7.3	1.5	0.7	0.6	0.7
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	5.17	525	12.1	7.7	7.1	6.2	1.4	1.2	0.8	0.7
	1811.HK	中广核新能源	HKD	5.16	221	17.6	12.3	10.1	9.0	2.2	2.0	1.8	1.6
		平均					17.1	11.8	10.3	9.0	1.7	1.4	1.2
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.74	66	8.3	6.5	5.6	4.6	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2,001	2,183	2,460	2,999	3,674
经营成本	(760)	(873)	(984)	(1,200)	(1,470)
其他收入	41	83	90	50	50
行政费用	(323)	(338)	(365)	(394)	(425)
财务开支	(404)	(446)	(442)	(446)	(451)
应占联营公司利润	(8)	37	44	36	36
其他开支	116	154	150	150	30
税前盈利	763	930	1,058	1,283	1,530
所得税	(78)	(122)	(116)	(154)	(184)
少数股东应占利润	11	30	38	45	54
净利润	673	778	904	1,084	1,293
折旧及摊销	458	453	449	444	440
EBITDA	676	804	917	1,199	1,455
增长					
总收入 (%)	9%	9%	13%	22%	22%
EBITDA (%)	33%	19%	14%	31%	21%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金	2,280	3,510	3,497	3,789	4,384
应收账款	1,149	1,796	1,706	1,621	1,540
存货	12	28	28	28	29
其他流动资产	2,222	2,119	1,762	1,760	1,759
流动资产	5,663	7,454	6,992	7,198	7,712
固定资产	9,336	11,840	11,959	12,078	12,199
其他固定资产	4,529	4,742	4,505	4,407	4,319
非流动资产	13,865	16,582	16,464	16,485	16,518
总资产	19,528	24,035	23,456	23,683	24,230
流动负债	4,329	5,707	4,979	4,481	4,033
应付帐款	960	1,079	971	874	786
短期银行贷款	171	526	473	426	384
其他短期负债	3198	4103	3535	3181	2863
非流动负债	8,704	10,775	10,058	9,981	9,905
长期银行贷款	1,336	765	781	796	812
其他负债	7,368	10,009	9,277	9,184	9,092
总负债	13,034	16,482	15,037	14,462	13,938
少数股东权益	75	149	253	277	309
股东权益	6,420	7,405	8,167	8,945	9,984
每股账面值(元)	0.75	0.89	0.98	1.07	1.19
营运资金	1,334	1,746	2,013	2,717	3,679

财务分析

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	34%	37%	37%	40%	40%
净利率 (%)	34%	36%	37%	36%	35%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	15%	15%	13%	12%
实际税率 (%)	10%	13%	11%	12%	12%
股息支付率 (%)	0%	0%	30%	30%	30%
库存周转	6	12	10	9	7
应付账款天数	200	164	147	122	100
应收账款天数	210	300	253	197	153
ROE (%)	10%	11%	11%	12%	13%
ROA (%)	3%	4%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
收入/总资产	0.10	0.09	0.10	0.13	0.15
总资产/股本	3.04	3.25	2.87	2.65	2.43
收入对利息倍数	4.9	4.9	5.6	6.7	8.2

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	676	804	917	1,199	1,455
融资成本	(104)	1,290	298	(136)	(370)
营运资金变化	618	412	267	704	962
所得税	(78)	(122)	(116)	(154)	(184)
营运现金流	1,112	2,384	1,365	1,613	1,863
资本开支	(1,500)	(1,300)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	(24)	(11)	1	11	21
投资活动现金流	(1,524)	(1,311)	(1,199)	(1,189)	(1,179)
负债变化	266	0	300	300	300
股本变化	(1,240)	5,087	0	0	0
股息	(135)	(121)	(109)	(98)	(88)
其他融资活动	2,316	(4,811)	(373)	(336)	(302)
融资活动现金流	1,208	154	(182)	(134)	(91)
现金变化	795	1,228	(16)	290	593
期初持有现金	1,483	2,280	3,510	3,497	3,789
汇率变动	3	3	3	3	3
期末持有现金	2,280	3,510	3,497	3,789	4,384

投资评级定义和免责条款

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>