

# 买入

# 2022年发电量同比增长27.73%，业绩稳定增长

**协合新能源 (0182.HK)**

2023-01-06 星期五

## 投资要点

目标价: **1.1 港元**  
 现价: 0.76 港元  
 预计升幅: 45%

### ➤ 2022年全年权益发电量同比增长27.73%:

2022年12月，公司权益发电量723.17GWh，同比增长41.01%。其中，风电权益发电量668.58GWh，同比增长40.49%；太阳能权益发电量54.59GWh，同比增长47.7%；2022年1-12月，公司权益发电量6,673.01GWh，同比增长27.73%。其中，风电权益发电量5,893.71GWh，同比增长19.53%；太阳能权益发电量779.3GWh，同比增长165.28%。虽然上半年行业风资源整体不佳，但公司全年发电量增长仍表现较好，凸显公司电站资产优质，公司发电量增长将带来业绩稳定增长。

## 重要数据

日期	2023-01-05
收盘价(港元)	0.76
总股本(百万股)	8,975
总市值(百万港元)	6,821
净资产(百万元)	7,641
总资产(百万元)	26,820
52周高低(港元)	0.83/0.59
每股净资产(元)	0.85

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### ➤ 能源局宣布2023年风光计划新增装机160GW，提振行业景气度:

2023年全国能源工作会议上，国家能源局宣布2023年风电装机规模达4.3亿千瓦左右、太阳能发电装机规模达4.9亿千瓦左右。预期2022年全国风光累计装机量将达7.6亿千瓦以上，同比增速达18.75%。2023年风光累计装机达9.2亿千瓦，其中新增装机将达1.6亿千瓦，同比增长超33%风光装机再次进入快车道，提振行业景气度。

## 主要股东

China Wind Power Investment Limited (11.16%)  
 华电福新(9.79%)  
 Splendor Power Limited(7.81%)

### ➤ 光伏产业链价格持续下行，利好运营商电站收益率提升:

2022Q4开始硅料价格持续下降，叠加近期装机收尾，光伏制造端整体产业链价格急速下降。2023年产业链价格博弈将带来上下游利润重新分配，组件价格下降将利好光伏项目内部收益率重回合理水平，进而带动光伏电站装机需求快速释放，利好下游运营商业绩增长和价值重估。

## 相关报告

更新报告-20190802  
 更新报告-20200407  
 更新报告-20200811/1112  
 更新报告-20210219/0317/0806  
 更新报告-20220303/0804/1115

### ➤ 价值优势明显，维持买入评级，提高目标价至1.1港元:

第一批绿电补贴下发在即，利好绿电行业现金流改善以及估值的提升。目前公司2022年动态PE仅约6倍，估值优势明显。我们提高公司目标价1.1港元，相当于2023年和2024年7倍和6倍和PE，目标价较现价有45%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,001	2,183	2,546	3,168	3,865
同比增长(%)	9.0%	9.1%	16.6%	24.4%	22.0%
净利润	673	778	948	1,169	1,390
同比增长(%)	11.4%	15.6%	21.8%	23.3%	18.8%
每股盈利(分)	7.86	9.28	11.33	13.98	16.61
PE@0.76HKD	8.7	7.4	6.0	4.9	4.1
每股股息(港元)	0.025	0.026	0.026	0.026	0.026
股息率	3.29%	3.38%	3.38%	3.38%	3.38%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 研究部

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

## 报告正文

### 2022 年全年权益发电量同比增长 27.73%:

2022 年 12 月，公司权益发电量 723.17GWh，同比增长 41.01%。其中，风电权益发电量 668.58GWh，同比增长 40.49%；太阳能权益发电量 54.59GWh，同比增长 47.7%；2022 年 1-12 月，公司权益发电量 6,673.01GWh，同比增长 27.73%。其中，风电权益发电量 5,893.71GWh，同比增长 19.53%；太阳能权益发电量 779.3GWh，同比增长 165.28%。虽然上半年行业风资源整体不佳，但公司全年发电量增长仍表现较好，凸显公司电站资产优质，公司发电量增长将带来业绩稳定增长。

### 能源局宣布 2023 年风光计划新增装机 160GW，提振行业景气度:

2023 年全国能源工作会议上国家能源局宣布 2023 年风电装机规模达 4.3 亿千瓦左右、太阳能发电装机规模达 4.9 亿千瓦左右。预期 2022 年全国风光累计装机量将达 7.6 亿千瓦以上，同比增速达 18.75%。2023 年风光累计装机达 9.2 亿千瓦，其中新增装机将达 1.6 亿千瓦，同比增长超 33%风光装机再次进入快车道，提振行业景气度。

### 光伏产业链价格持续下行，利好运营商电站收益率提升:

2022Q4 开始硅料价格持续下降，叠加近期装机收尾，光伏制造端整体产业链价格急速下降。2023 年产业链价格博弈将带来上下游利润重新分配，组件价格下降将利好光伏项目内部收益率重回合理水平，进而带动光伏电站装机需求快速释放，利好下游运营商业绩增长和价值重估。

### 价值优势明显，维持买入评级，提高目标价至 1.1 港元:

第一批绿电补贴下发在即，利好绿电行业现金流改善以及估值的提升。目前公司 2022 年动态 PE 仅约 6 倍，估值优势明显。我们提高公司目标价 1.1 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 6 倍 PE，目标价较现价有 45% 上升空间，维持买入评级。

### 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1：行业估值**

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	19.04	728	15.8	15.5	10.8	8.0	2.7	1.3	1.0	0.8
	0968.HK	信义光能	HKD	9.14	813	16.5	17.3	12.4	9.7	2.7	2.5	2.3	2.0
	3868.HK	信义能源	HKD	2.90	216	17.5	16.1	13.2	11.2	1.7	1.6	1.5	1.3
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.99	539	8.7	3.3	3.6	3.4	1.3	1.1	0.8	0.7
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	1.33	16	-	-	-	0.0	0.3	-	-	-
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	0.93	23	8.7	0.0	0.0	0.0	0.5	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.23	51	7.4	-	-	-	0.7	-	-	-
<b>平均</b>						<b>12.4</b>	<b>10.4</b>	<b>8.0</b>	<b>5.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>
风电	2208.HK	金风科技	HKD	7.42	495	7.4	8.3	7.1	5.8	0.8	0.7	0.7	0.6
	0916.HK	龙源电力	HKD	10.84	1,445	11.6	11.1	8.8	7.3	1.2	1.2	1.1	1.0
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.42	176	7.9	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.45	325	5.5	5.5	4.6	4.0	0.7	0.5	0.5	0.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.76	118	8.2	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
	<b>平均</b>						<b>8.1</b>	<b>5.0</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.76	68	7.4	6.0	4.9	4.1	0.8	0.7	0.7	0.7

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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	2,001	2,183	2,546	3,168	3,865
经营成本	(760)	(873)	(1,019)	(1,267)	(1,546)
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
<b>税前盈利</b>	763	930	1,110	1,384	1,645
所得税	(78)	(122)	(122)	(166)	(197)
少数股东应占利润	11	30	40	49	58
<b>净利润</b>	673	778	948	1,169	1,390
折旧及摊销	495	451	446	442	438
<b>EBITDA</b>	639	806	971	1,302	1,572
<b>增长</b>					
总收入 (%)	9%	9%	17%	24%	22%
EBITDA (%)	26%	26%	20%	34%	21%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	2,280	3,510	3,244	3,355	3,807
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
<b>流动资产</b>	5,663	7,454	6,740	6,765	7,134
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
<b>非流动资产</b>	13,865	16,582	16,464	16,485	16,518
<b>总资产</b>	19,528	24,035	23,204	23,250	23,653
<b>流动负债</b>	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	3,198	4,103	3,535	3,181	2,863
<b>非流动负债</b>	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
<b>总负债</b>	13,034	16,482	15,037	14,462	13,938
少数股东权益	75	149	245	264	291
<b>股东权益</b>	6,420	7,405	7,922	8,524	9,423
每股账面值(元)	0.75	0.89	0.95	1.02	1.13
营运资金	1,334	1,746	1,761	2,284	3,101

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	32%	37%	38%	41%	41%
净利率 (%)	34%	36%	37%	37%	36%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	16%	15%	14%	12%	11%
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	8	7
应付账款天数	200	164	142	115	96
应收账款天数	210	300	245	187	145
ROE (%)	10%	11%	12%	14%	15%
ROA (%)	3%	4%	4%	5%	6%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
收入/总资产	0.10	0.09	0.11	0.14	0.16
总资产/股本	3.04	3.25	2.93	2.73	2.51
收入对利息倍数	4.9	4.9	5.8	7.1	8.6

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	639	806	971	1,302	1,572
融资成本	(215)	151	540	36	(236)
营运资金变化	618	412	15	523	818
所得税	(77)	(75)	(122)	(166)	(197)
<b>营运现金流</b>	965	1,294	1,404	1,695	1,957
资本开支	(1,308)	(2,979)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	1,164	1,029	(67)	(50)	(35)
<b>投资活动现金流</b>	(144)	(1,950)	(1,267)	(1,250)	(1,235)
负债变化	(786)	(183)	300	300	300
股本变化	(1,240)	5,087	0	0	0
股息	(191)	(209)	(188)	(169)	(152)
其他融资活动	2,201	(2,804)	(511)	(460)	(414)
<b>融资活动现金流</b>	(15)	1,891	(399)	(329)	(266)
<b>现金变化</b>	806	1,235	(262)	116	456
期初持有现金	1,483	2,280	3,510	3,244	3,355
汇率变动	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)
期末持有现金	2,280	3,510	3,244	3,355	3,807

# 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>