

## 买入

## 上半年发电量稳定增长，全年新增 1GW 装机目标不变

**协合新能源 (0182.HK)**

2024-07-05 星期五

### 投资要点

 目标价: **0.99 港元**

现价: 0.62 港元

预计升幅: 60%

### 重要数据

日期	2024-07-04
收盘价 (港元)	0.62
总股本 (百万股)	8,105
总市值 (百万港元)	5,035
净资产 (百万元)	8,435
总资产 (百万元)	31,236
52 周高低 (港元)	0.69/0.56
每股净资产 (元)	0.98

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

 China Wind Power Investment Limited  
 (11.88%)

华电福新(10.42%)

Splendor Power Limited(8.9%)

### 相关报告

更新报告-20190802/20200407

更新报告-20200811/1112

更新报告-20210219/20210317

更新报告-20210806/20220303/0804

更新报告-20221115/20230313/0803

更新报告-20231108/20240312

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzq.com.hk

#### ➤ 1-6 月总权益发电量同比增长 14.14%，其中风电同比增长 13.96%：

公司公告，6 月总计权益发电量 595.41GWh，同比增长 11.55%，其中风电权益发电量 507.07GWh，同比增长 9.40%，太阳能权益发电量 88.34GWh，同比增长 25.75%。1-6 月总计权益发电量 4737.96GWh，同比增长 14.14%，其中风电权益发电量 4265.53GWh，同比增长 13.96%，太阳能权益发电量 472.43GWh，同比增长 15.74%。上半年，全行业整体风资源不佳且部分省份限电率上升，造成大部分省区风电发电量同比出现下降。因此，对比行业数据以及同行披露的发电量数据来看，公司发电量能保持双位数增长算是较好水平，也证实了公司优化资产结构，注重资产高质量的成果体现，发电量的稳定增长，有利支撑业绩持续增长。

#### ➤ 2024-2025 年资金成本下降仍有空间：

2023 年底公司平均资金成本大约为 4.6%，目前公司现有项目银行贷款的利率约为 3%，融资租赁含税利率约为 3.8-3.9%，预期 2024 年财务成本将持续下降。在国内长期利率的下行趋势下，公司实行项目贷款利率置换，将以前较高利率的项目逐步置换为低利率。同时今年 2 月 LPR 25 个基点的下降，因为银行/租赁公司，一般以 12 月份作为调整基点的时间，预期在 2024 年底调整基点后，将进一步降低公司 2025 年利率水平。

#### ➤ 2024 年新增装机保持 1GW 不变，并将择机转让部分电站：

公司目前维持 2024 年新增装机 1GW 目标不变，但并网的时间或有稍微延后 1-2 月。同时对于一些传统限电地区，或者装机过于集中省份的电站将择机进行转让，持续优化公司资产结构。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 0.99 港元：

我们维持公司目标价 0.99 港元，相当于 2024 年和 2025 年 6.5 倍和 6 倍和 PE，目标价较现价有 60% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	2,679	2,589	2,971	3,370	3,557
同比增长(%)	22.7%	-3.4%	14.8%	13.4%	5.5%
净利润	872	964	1,122	1,216	1,272
同比增长(%)	12.0%	10.5%	16.4%	8.4%	4.6%
每股盈利 (分)	9.86	11.39	13.81	14.98	15.66
PE@0.62HKD	5.7	5.0	4.1	3.8	3.6
每股股息 (港元)	0.035	0.035	0.040	0.050	0.055
股息率	5.65%	5.65%	6.45%	8.06%	8.87%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 1-6月总权益发电量同比增长14.14%，其中风电同比增长13.96%：

公司公告，6月总计权益发电量595.41GWh，同比增长11.55%，其中风电权益发电量507.07GWh，同比增长9.40%，太阳能权益发电量88.34GWh，同比增长25.75%。1-6月总计权益发电量4737.96GWh，同比增长14.14%，其中风电权益发电量4265.53GWh，同比增长13.96%，太阳能权益发电量472.43GWh，同比增长15.74%。

上半年，全行业整体风资源不佳且部分省份限电率上升，造成大部分省区风电发电量同比出现下降。因此，对比行业数据以及同行披露的发电量数据来看，公司发电量能保持双位数增长算是较好水平，也证实了公司优化资产结构，注重资产高质量的成果体现，发电量的稳定增长，有利支撑业绩持续增长。

### 2024-2025年资金成本下降仍有空间：

2023年底公司平均资金成本大约为4.6%，目前公司现有项目银行贷款的利率约为3%，融资租赁含税利率约为3.8-3.9%，预期2024年财务成本将持续下降。在国内长期利率的下行趋势下，公司实行项目贷款利率置换，将以前较高利率的项目逐步置换为低利率。同时今年2月LPR 25个基点的下降，因为银行/租赁公司，一般以12月份作为调整基点的时间，预期在2024年底调整基点后，将进一步降低公司2025年利率水平。

### 2024年新增装机保持1GW不变，并将择机转让部分电站：

公司目前维持2024年新增装机1GW目标不变，但并网的时间或有稍微延后1-2月。同时对于一些传统限电地区，或者装机过于集中省份的电站将择机进行转让，持续优化公司资产结构。

### 维持买入评级，目标价0.99港元：

我们维持公司目标价0.99港元，相当于2024年和2025年6.5倍和6倍PE，目标价较现价有60%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			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	10.82	434	8.4	6.2	4.9	4.0	1.0	0.9	0.8	0.7
	0968.HK	信义光能	HKD	3.67	327	7.8	6.4	5.0	4.2	1.0	0.9	0.8	0.7
	3868.HK	信义能源	HKD	1.02	84	8.5	7.2	6.1	5.5	0.6	0.6	0.6	0.5
	<b>平均</b>					<b>8.2</b>	<b>6.6</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
风电	2208.HK	金风科技	HKD	3.21	275	9.2	5.6	4.7	4.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.75	1,244	9.2	7.9	7.0	6.3	0.8	0.8	0.7	0.7
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.12	154	5.1	5.9	5.1	4.7	0.7	1.3	1.2	1.1
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.70	279	6.4	5.4	4.7	4.1	0.7	0.6	0.6	0.6
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.67	115	5.5	4.6	4.1	3.8	0.9	0.9	0.8	0.7
	<b>平均</b>					<b>7.1</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.62	50	5.0	4.1	3.8	3.6	0.5	0.6	0.5	0.5

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	2,679	2,589	2,971	3,370	3,557
经营成本	(1,084)	(1,183)	(1,218)	(1,382)	(1,458)
其他收入	60	105	50	50	50
行政费用	(426)	(404)	(409)	(441)	(476)
财务开支	(546)	(644)	(631)	(638)	(644)
应占联营公司利润	40	34	36	36	36
其他开支	318	404	400	400	400
<b>税前盈利</b>	1,154	1,049	1,375	1,490	1,558
所得税	(228)	(154)	(206)	(224)	(234)
少数股东应占利润	54	25	47	51	53
<b>净利润</b>	872	964	1,122	1,216	1,272
折旧及摊销	551	674	667	661	654
<b>EBITDA</b>	1,048	880	1,252	1,381	1,462
<b>增长</b>					
总收入 (%)	23%	-3%	15%	13%	6%
EBITDA (%)	30%	-16%	42%	10%	6%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	3,471	2,445	1,862	1,633	1,620
应收账款	1,370	1,416	1,345	1,278	1,214
存货	59	46	47	47	48
其他流动资产	1,765	3,079	2,926	2,908	2,890
<b>流动资产</b>	6,664	6,986	6,180	5,866	5,772
固定资产	14,877	17,759	17,937	18,116	18,298
其他固定资产	5,631	6,490	6,279	6,132	6,001
<b>非流动资产</b>	20,508	24,250	24,216	24,248	24,299
<b>总资产</b>	27,173	31,236	30,396	30,114	30,071
<b>流动负债</b>	6,517	6,879	6,120	5,508	4,957
应付帐款	1,263	1,672	1,505	1,355	1,219
短期银行贷款	979	973	876	788	710
其他短期负债	4,275	4,233	3,739	3,365	3,028
<b>非流动负债</b>	12,561	15,922	15,705	15,634	15,566
长期银行贷款	1,286	2,809	2,865	2,923	2,981
其他负债	11,275	13,113	12,840	12,712	12,585
<b>总负债</b>	19,078	22,801	21,825	21,142	20,522
少数股东权益	263	152	257	269	286
<b>股东权益</b>	7,832	8,283	8,314	8,703	9,262
每股账面值(元)	0.94	0.99	0.99	1.04	1.11
营运资金	148	108	60	358	815

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	39%	34%	42%	41%	41%
净利率 (%)	33%	37%	38%	36%	36%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	16%	16%	14%	13%	13%
实际税率 (%)	20%	15%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	35%	31%	29%	33%	35%
库存周转	20	14	14	12	12
应付账款天数	84	131	115	102	98
应收账款天数	187	200	165	138	125
ROE (%)	11%	12%	13%	14%	14%
ROA (%)	3%	3%	4%	4%	4%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	(0.2)	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.10	0.08	0.10	0.11	0.12
总资产/股本	3.47	3.77	3.66	3.46	3.25
收入对利息倍数	4.9	4.0	4.7	5.3	5.5

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	1,048	880	1,252	1,381	1,462
融资成本	3,077	917	856	621	488
营运资金变化	(1,599)	(40)	(48)	298	457
所得税	(127)	(176)	(206)	(224)	(234)
<b>营运现金流</b>	2,400	1,581	1,855	2,077	2,174
资本开支	(4,254)	(3,752)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	482	(836)	(311)	(272)	(237)
<b>投资活动现金流</b>	(3,772)	(4,588)	(1,511)	(1,472)	(1,437)
负债变化	936	1,660	0	0	0
股本变化	(56)	(4,845)	0	0	0
股息	(231)	(278)	(251)	(226)	(203)
其他融资活动	628	5,438	(684)	(616)	(554)
<b>融资活动现金流</b>	1,277	1,974	(935)	(841)	(757)
<b>现金变化</b>	(94)	(1,033)	(591)	(237)	(21)
期初持有现金	3,510	3,471	2,445	1,862	1,633
汇率变动	55	8	8	8	8
期末持有现金	3,471	2,445	1,862	1,633	1,620

# 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>