

买入

1月风电发电量强劲增长，提高新增装机指引

协合新能源 (0182.HK)

2021-02-19 星期五

投资要点

目标价: **0.75 港元**
 现价: 0.60 港元
 预计升幅: 25%

➤ **2021年1月风电发电量增长38.84%，超出预期：**

2021年1月公司权益发电量总计471.73 GWh，同比上升30.27%。其中，风电发电量同比增加38.84%，太阳能发电量同比减少48.36%。2020年全年累计发电量4,749.98 GWh，同比上升8.74%，其中风电发电量同比增长11.3%，太阳能发电量同比减少11.22%。

重要数据

日期	2021-02-18
收盘价 (港元)	0.60
总股本 (百万股)	8,367
总市值 (百万港元)	5,020
净资产 (百万元)	6,118
总资产 (百万元)	19,693
52周高低 (港元)	0.66/0.24
每股净资产 (元)	0.74

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **未来3年每年开发1GW新项目，出售600MW存量项目：**

公司规划未来3年每年开发1GW平价项目，同时计划出售600MW存量依赖补贴，或者新增投产的效益不是很好的资产。预期2021-2023年，共净新增装机1.2GW，加上目前的2.3GW，到2023年底公司装机规模将达到3.5GW，其中60-70%为平价项目。预期2021年和2022年新增1.2-1.5GW，其中70-80%为风电，20-30%为光伏。风电项目主要分布在南方电力消纳好的省份，占比约60-70%。

➤ **践行“资产置换策略”，公司现金流将持续改善：**

2020年公司通过资产出售，应收账款补贴约人民币8.6亿元出表，有效降低了资产负债率，现金流大幅改善。未来3年公司每年出售600MW项目可以回笼资金约人民币25亿元，而公司每年开发1GW项目，资本金支出部分约人民币15亿元，即通过资产出售就完全可以实现公司新增项目滚动开发。“资产置换”策略让公司根据自身投资建设能力实现自我增长，一方面存量项目产生大量的现金流，另一方面出售资产产生交易溢价，可以增补项目开发现金流。

主要股东

China Wind Power Investment Limited
 (13.50%)
 华电福新(10.35%)
 Splendor Power Limited(8.20%)

相关报告

更新报告-20190802
 更新报告-20200407
 更新报告-20200811
 更新报告-20201112

研究部

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

➤ **维持买入评级，提高目标价至0.75港元：**

目前公司2021年PE约6.1倍，PB约0.74倍，股息率约4.25%，估值优势明显。我们提高公司目标价至0.75港元，相当于2021年7.5倍PE和0.94倍PB，目标价较现价有25%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,414	1,836	1,904	2,119	2,457
同比增长(%)	36.5%	29.8%	3.7%	11.3%	15.9%
净利润	502	604	626	703	839
同比增长(%)	151.2%	20.3%	3.6%	12.3%	19.3%
每股盈利 (元)	5.88	7.22	7.36	8.27	9.87
PE@0.60HKD	8.5	6.9	6.8	6.1	5.1
每股股息 (元)	0.020	0.025	0.025	0.030	0.030
股息率	4.00%	4.17%	4.17%	5.00%	5.00%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

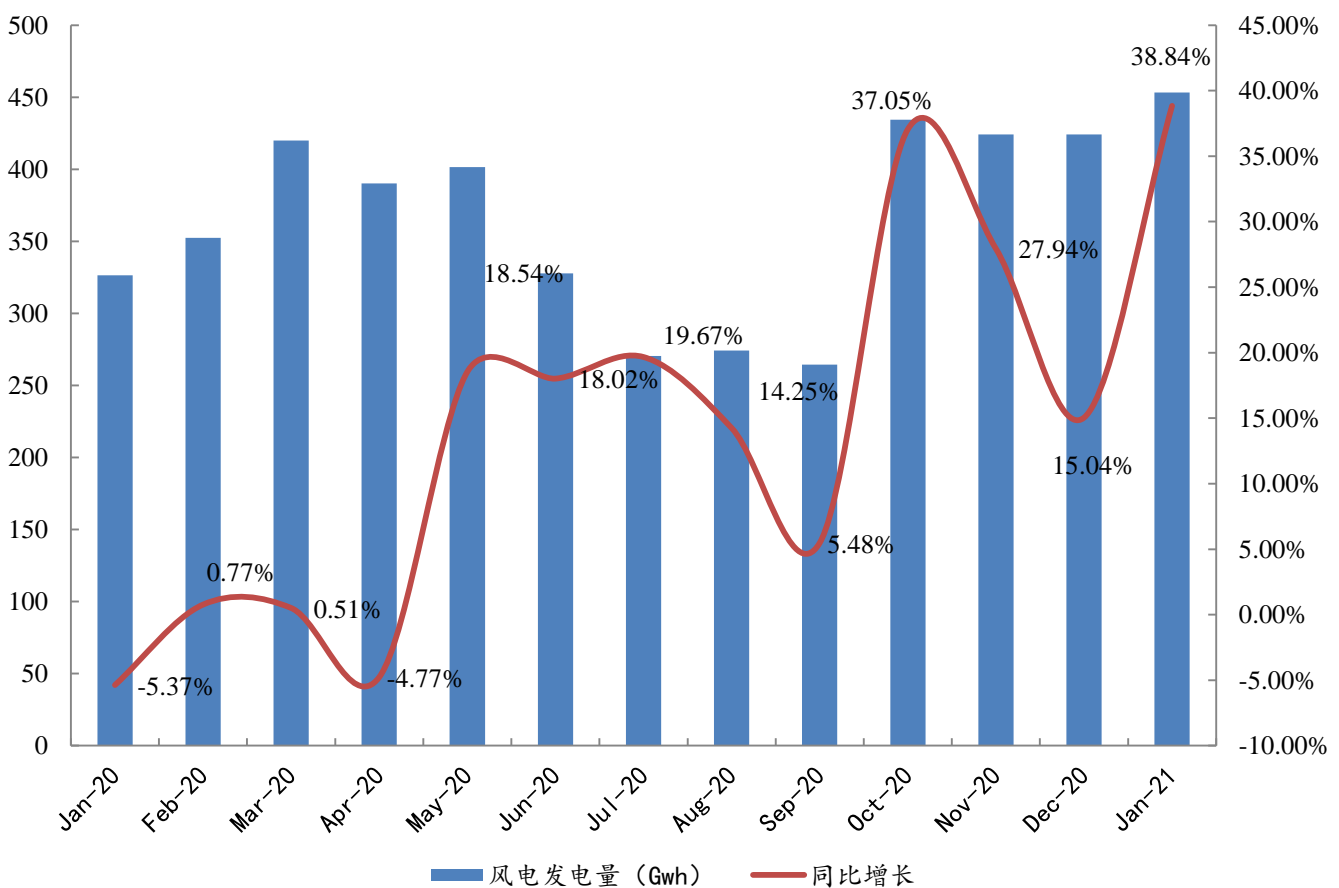
报告正文

2021年1月风电发电量增长38.84%，超出预期：

2021年1月公司权益发电量总计471.73 GWh，同比上升30.27%。其中，风电发电量同比增加38.84%，太阳能发电量同比减少48.36%。

2020年全年累计发电量4,749.98GWh，同比上升8.74%，其中风电发电量同比增长11.3%，太阳能发电量同比减少11.22%。

图1：公司分月风电发电量数据及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

未来3年每年开发1GW新项目，出售600MW存量项目：

公司规划未来3年每年开发1GW平价项目，同时计划出售600MW存量依赖补贴，或者新增投产的效益不是很好的资产。预期2021-2023年，共净新增装机1.2GW，加上目前的2.3GW，到2023年底公司装机规模将达到3.5GW，其中60-70%为平价项目。预期2021年和2022年新增1.2-1.5GW，其中70-80%为风电，20-30%为光伏。风电项目主要分布在南方电力消纳好的省份，占比约60-70%。

践行“资产置换策略”，公司现金流将持续改善：

2020年通过资产出售，应收账款补贴约人民币8.6亿元出表，有效降低了资产负债率，现金流大幅改善。未来3年公司每年出售600MW项目可以回笼资金现金人民币25亿元，而公司每年开发1GW项目，资本金支出部分约人民币15亿元，即通过资产出售就完全可以实现公司新增项目滚动开发。“资产置换”策略让公司根据自身投资建设能力实现自我增长，一方面存量项目产生大量的现金流，另一方面出售资产产生交易溢价，可以增补项目开发现金流。

维持买入评级，提高目标价至0.75港元：

目前公司2021年PE约6.1倍，PB约0.74倍，股息率约4.25%，仍处于较高安全边际。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至0.75港元，相当于2021年7.5倍PE和0.94倍PB，目标价较现价有25%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

简称	货币	股价	市值 (亿港元)	净利润 (亿港元)			PE				PB MRQ
				2019	2020E	2020年增速	2019	2020E	2021E	2022E	
龙源电力	HKD	13.38	1,075	48.3	57.5	19.0%	22.3	18.7	15.9	13.8	1.8
新天绿色能源	HKD	2.63	232	15.8	17.6	11.7%	6.4	5.7	5.2	4.6	0.7
大唐新能源	HKD	1.95	142	10.5	12.5	19.6%	13.6	7.0	6.9	6.5	0.7
中广核新能源	HKD	2.63	113	8.7	9.7	11.9%	13.0	11.7	10.8	10.2	1.5
中国电力	HKD	1.84	180	14.3	24.5	71.0%	12.6	7.4	5.7	4.2	0.5
							13.6	10.1	8.9	7.9	1.0
协合新能源	HKD	0.60	50	6.7	7.4	9.2%	6.9	6.8	6.1	5.1	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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,414	1,836	1,904	2,119	2,457
经营成本	(548)	(715)	(762)	(848)	(1,007)
其他收入	31	32	50	50	50
行政费用	(235)	(287)	(310)	(335)	(362)
财务开支	(301)	(385)	(389)	(393)	(396)
应占联营公司利润	33	35	50	50	50
其他开支	47	105	50	30	30
税前盈利	530	652	673	755	902
所得税	(16)	(39)	(40)	(45)	(54)
少数股东应占利润	11	9	6	7	8
净利润	502	604	626	703	839
折旧及摊销	350	463	458	453	449
EBITDA	417	508	503	595	749
增长					
总收入 (%)	36%	30%	4%	11%	16%
EBITDA (%)	201%	22%	-1%	18%	26%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	1,354	1,462	750	740	1,054
应收账款	715	613	582	553	525
存货	20	13	13	13	13
其他流动资产	1,478	2,937	767	770	774
流动资产	3,566	5,024	2,111	2,077	2,366
固定资产	10,297	9,222	9,314	9,408	9,502
其他固定资产	4,549	5,646	4,720	4,609	4,511
非流动资产	14,846	14,868	14,034	14,017	14,012
总资产	18,413	19,892	16,146	16,093	16,379
流动负债	3,464	4,308	2,864	2,578	2,320
应付帐款	1,000	1,082	973	876	789
短期银行贷款	3,751	2,821	2,878	2,935	2,994
其他短期负债	(1287)	405	(987)	(1234)	(1462)
非流动负债	9,402	9,615	7,697	7,706	7,717
长期银行贷款	3,751	2,821	2,878	2,935	2,994
其他负债	5,651	6,794	4,819	4,771	4,723
总负债	12,866	13,923	10,561	10,284	10,037
少数股东权益	29	26	168	174	190
股东权益	5,518	5,943	5,418	5,635	6,152
每股账面值(元)	0.65	0.70	0.64	0.66	0.72
营运资金	103	716	(753)	(501)	47

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	30%	28%	26%	28%	30%
净利率 (%)	36%	33%	33%	33%	34%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	17%	16%	16%	16%	15%
实际税率 (%)	3%	6%	6%	6%	6%
股息支付率 (%)	34%	35%	34%	30%	30%
库存周转	14	7	6	6	5
应付账款天数	177	106	104	94	82
应收账款天数	184	122	112	95	78
ROE (%)	9%	10%	12%	12%	14%
ROA (%)	3%	3%	3%	4%	5%
财务状况					
净负债/股本	1.1	0.7	0.9	0.9	0.8
收入/总资产	0.08	0.09	0.12	0.13	0.15
总资产/股本	3.34	3.35	2.98	2.86	2.66
收入对利息倍数	4.7	4.8	4.9	5.4	6.2

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	417	508	503	595	749
融资成本	356	(154)	2,124	434	150
营运资金变化	10	613	(1,469)	252	548
所得税	(18)	(32)	(40)	(45)	(54)
营运现金流	766	936	1,118	1,235	1,393
资本开支	(2,311)	(1,291)	(1,500)	(1,300)	(1,200)
其他投资活动	197	275	(24)	(11)	1
投资活动现金流	(2,114)	(1,017)	(1,524)	(1,311)	(1,199)
负债变化	283	(374)	266	600	600
股本变化	(1,115)	(397)	0	0	0
股息	(73)	(150)	(135)	(121)	(109)
其他融资活动	2,589	1,128	(461)	(415)	(373)
融资活动现金流	1,684	207	(329)	64	118
现金变化	336	126	(735)	(12)	311
期初持有现金	1,011	1,354	1,483	750	740
汇率变动	6	3	3	3	3
期末持有现金	1,354	1,483	750	740	1,054

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>