

买入

资产质量不断优化，估值修复刚刚开始

协合新能源 (0182.HK)

2021-08-06 星期五

投资要点

 目标价: **0.98 港元**

现价: 0.68 港元

预计升幅: 44%

重要数据

日期	2021-08-05
收盘价 (港元)	0.68
总股本 (百万股)	8,367
总市值 (百万港元)	5,690
净资产 (百万元)	6,707
总资产 (百万元)	20,084
52 周高低 (港元)	0.69/0.31
每股净资产 (元)	0.79

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
更新报告-20201112
更新报告-20210219/20210317

研究部

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

➤ 2021 年中期盈利同比增长 6.3%，资产质量不断优化：

2021 年上半年，公司实现收入约人民币 9.7 亿元，同比下降 2.9%；归属股东盈利约人民币 4.03 亿元，同比增长 6.3%；基本每股盈利为人民币 4.9 分，公司业绩符合预期。近年来公司持续践行资产置换策略，回笼资金滚动开发优质平价项目，资产质量不断优化。期内公司独资风电项目利用小时数达到 1,384 小时，处于行业领先，综合度电成本达到 0.2623 元/千瓦，同比下降 9.58%。

➤ 2021 年 7 月风电发电量增长 35.74%，表现优异：

公司 2021 年 7 月的权益发电量 390.7GWh，同比增长 26.89%，其中风电权益发电量为 367.25GWh，同比增长 35.74%；1-7 月公司总权益发电量为 3,052.5GWh，同比增长 10.16%，其中风电权益发电量为 2,911.03GWh，同比增长 16.96%。

➤ 未来 3 年每年新增装机 1GW 以上，业绩持续稳定增长：

截止 2021 年 6 月底，公司运营权益装机容量约 2,406MW，其中独资电站权益容量 1,775MW，占比 74%。2021 年上半年项目建设规模达到 1,743MW，未来 3 年规划每年新增装机约 1GW，支撑未来业绩稳定增长。上半年公司通过项目转让累计回款约人民币 10 亿元，支持平价项目开发。目前公司已投产平价项目达 438MW，在建平价项目达 1,613MW。平价项目绿证已启动交易，全国碳交易正式上线后，CCER 正在北京筹备管理和交易中心，预期未来将有利于提高平价项目收益。

➤ 价值严重低估，维持买入评级，目标价调高至 0.98 港元：

目前公司 PB 仅 0.71 倍，远低于行业可比公司估值水平。我们提高公司目标价至 0.98 港元，相当于 2021 年 8 倍 PE 和 1.0 倍 PB，目标价较现价有 44% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,836	2,001	2,409	2,901	3,469
同比增长(%)	29.8%	9.0%	20.4%	20.4%	19.6%
净利润	604	673	841	1,054	1,329
同比增长(%)	20.3%	11.4%	24.8%	25.4%	26.0%
每股盈利 (元)	7.22	7.86	10.05	12.60	15.88
PE@0.68HKD	7.8	7.2	5.6	4.5	3.6
每股股息 (港元)	0.025	0.025	0.030	0.030	0.030
股息率	3.68%	3.68%	4.41%	4.41%	4.41%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021 年中期盈利同比增长 6.3%，资产质量不断优化：

2021 年上半年，公司实现收入约人民币 9.7 亿元，同比下降 2.9%；归属股东盈利约人民币 4.03 亿元，同比增长 6.3%；基本每股盈利为人民币 4.9 分，公司业绩符合预期。近年来公司持续践行资产置换策略，回笼资金滚动开发优质平价项目，资产质量不断优化。期内公司独资风电项目利用小时数达到 1,384 小时，处于行业领先，综合度电成本达到 0.2623 元/千瓦，同比下降 9.58%。

表 1：2021 年中期财务摘要

		截止 2021 年 6 月 30 日	截止 2020 年 6 月 30 日	变化率
主要财务数据	总资产	20,084.31	19,528.28	2.85%
	净资产	6,706.97	6,494.50	3.27%
	现金及现金等价物	1,777.06	2,608.07	-31.9%
		截止 2021 年 6 月 30 日	截止 2020 年 6 月 30 日	变化率
	收入	970.26	999.54	-2.93%
	权益持有人应占溢利	403.21	379.39	6.28%
	全面摊薄后每股收益	4.85 人民币分	4.31 人民币分	12.53%
分类收入	发电业务	865.34	908.42	-4.74%
	其他业务	104.92	91.12	15.14%
分类业绩	发电业务	656.19	581.00	12.94%
	其他业务	-34.37	2.64	-

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2021 年 7 月风电发电量增长 35.74%，表现优异：

2021 年 2 月权益发电量为 456.91GWh，同比增长 17.65%。其中，风电权益发电量为 438.12GWh，同比增长 24.32%。1-2 月，该集团权益发电量为 928.64GWh，同比增长 23.74%。其中，风电权益发电量为 891.47GWh，同比增长 31.3%。

未来 3 年每年新增装机 1GW 以上，业绩持续稳定增长：

截止 2021 年 6 月底，公司运营权益装机容量约 2,406MW，其中独资电站权益容量 1,775MW，占比 74%。2021 年上半年项目建设规模达到 1,743MW，未来 3 年规划每年新增装机约 1GW，支撑未来业绩稳定增长。上半年公司通过项目转让累计回款约 10 亿元，支持平价项目开发。目前公司已投产平价项目达 438MW，在建平价项目达 1,613MW。平价项目绿证已正式启动交易，全国碳交易正式上线后，CCER 正在北京筹备管理和交易中心，预期未来将有利提高平价项目收益。

价值严重低估，维持买入评级，目标价调高至 0.98 港元：

目前公司 PB 仅 0.71 倍，远低于行业可比公司估值水平。2021 年 7 月 19 日公司出售给三峡新能源风电站的交易 PB 达到 1.5 倍，充分显示公司电站资产的优质水平以及价值的严重低估。我们提高公司目标价至 0.98 港元，相当于 2021 年 8 倍 PE 和 1.0 倍 PB，目标价较现价有 44% 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	41.85	1,263	46.4	32.6	25.8	20.7	7.0	7.1	0.0	0.0
	0968.HK	信义光能	HKD	17.94	1,595	35.0	27.2	22.9	18.7	5.6	5.0	4.3	4.3
	3868.HK	信义能源	HKD	5.69	405	43.9	30.9	26.7	23.3	3.3	3.2	3.0	2.7
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	1.98	496	-	48.4	25.0	-	2.5	2.1	2.1	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.39	82	-	30.6	24.2	24.7	1.4	1.1	1.1	1.0
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	1.63	41	11.5	-	-	-	0.8	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.27	61	21.1	-	-	-	1.0	-	-	-
平均						31.6	33.9	24.9	21.9	3.1	3.7	2.1	1.6
风电	2208.HK	金风科技	HKD	14.82	708	17.8	15.3	13.3	11.8	1.5	1.4	1.3	1.2
	0916.HK	龙源电力	HKD	14.84	1,193	21.2	17.6	15.2	13.0	1.7	1.6	1.5	1.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	3.38	145	11.5	9.6	8.4	7.4	1.5	1.4	1.3	1.1
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.30	167	11.9	-	-	-	0.6	-	-	-
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.26	372	9.1	7.3	6.7	5.8	1.0	0.9	0.9	0.8
	平均						14.3	12.4	10.9	9.5	1.3	1.4	1.2
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.68	57	7.2	5.6	4.5	3.6	0.7	0.7	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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1,836	2,001	2,409	2,901	3,469
经营成本	(715)	(760)	(964)	(1,189)	(1,422)
其他收入	32	41	50	50	50
行政费用	(287)	(323)	(326)	(352)	(380)
财务开支	(385)	(404)	(408)	(413)	(417)
应占联营公司利润	35	(8)	50	50	50
其他开支	105	116	30	30	30
税前盈利	652	763	923	1,158	1,459
所得税	(39)	(78)	(74)	(93)	(117)
少数股东应占利润	9	11	8	11	13
净利润	604	673	841	1,054	1,329
折旧及摊销	463	458	453	449	444
EBITDA	508	676	778	1,021	1,331
增长					
总收入 (%)	30%	9%	20%	20%	20%
EBITDA (%)	22%	33%	15%	31%	30%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	1,462	2,280	1,799	2,023	2,603
应收账款	613	1,149	1,091	1,037	985
存货	13	12	12	12	13
其他流动资产	2,937	2,222	1,549	1,555	1,561
流动资产	5,024	5,663	4,451	4,626	5,162
固定资产	9,222	9,336	9,429	9,524	9,619
其他固定资产	5,646	4,529	4,304	4,211	4,128
非流动资产	14,868	13,865	13,734	13,734	13,747
总资产	19,892	19,528	18,185	18,360	18,908
流动负债	4,308	4,329	3,023	2,721	2,449
应付帐款	1,082	960	864	778	700
短期银行贷款	506	171	154	139	125
其他短期负债	2,720	3,198	2,005	1,804	1,624
非流动负债	9,615	8,704	7,671	7,635	7,601
长期银行贷款	2,821	1,336	1,363	1,390	1,418
其他负债	6,794	7,368	6,309	6,245	6,183
总负债	13,923	13,034	10,694	10,356	10,049
少数股东权益	26	75	225	240	266
股东权益	5,943	6,420	7,266	7,764	8,593
每股账面值(元)	0.70	0.75	0.87	0.93	1.03
营运资金	716	1,334	1,429	1,906	2,713

财务分析

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	28%	34%	32%	35%	38%
净利率 (%)	33%	34%	35%	36%	38%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	16%	14%	12%	11%
实际税率 (%)	6%	10%	8%	8%	8%
股息支付率 (%)	0%	0%	30%	30%	130%
库存周转	7	6	5	4	3
应付账款天数	106	200	168	141	119
应收账款天数	122	210	165	130	104
ROE (%)	10%	10%	12%	14%	15%
ROA (%)	3%	3%	4%	6%	7%
财务状况					
净负债/股本	0.3	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
收入/总资产	0.09	0.10	0.13	0.16	0.18
总资产/股本	3.35	3.04	2.50	2.36	2.20
收入对利息倍数	4.8	4.9	5.9	7.0	8.3

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	508	676	778	1,021	1,331
融资成本	(154)	(104)	564	197	(121)
营运资金变化	613	618	94	477	807
所得税	(32)	(78)	(74)	(93)	(117)
营运现金流	936	1,112	1,363	1,603	1,901
资本开支	(1,291)	(1,500)	(1,300)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	275	(24)	(11)	1	11
投资活动现金流	(1,017)	(1,524)	(1,311)	(1,199)	(1,189)
负债变化	(374)	266	0	300	300
股本变化	(397)	(1,240)	0	0	0
股息	(150)	(135)	(121)	(109)	(98)
其他融资活动	1,128	2,316	(415)	(373)	(336)
融资活动现金流	207	1,208	(536)	(182)	(134)
现金变化	126	795	(484)	221	578
期初持有现金	1,354	1,483	2,280	1,799	2,023
汇率变动	3	3	3	3	3
期末持有现金	1,483	2,280	1,799	2,023	2,603

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>