

买入

资产质量进一步优化，项目储备充裕

协合新能源 (0182.HK)

2023-03-13 星期一

投资要点

目标价: **0.98 港元**
 现价: 0.71 港元
 预计升幅: 38%

➤ 2022 年实现盈利人民币 8.72 亿元，同比增长 10.7%:

2022 年公司实现收入人民币 26.79 亿元，同比增长 22.04%；实现盈利人民币 8.72 亿元，同比增长 10.7%；每股基本盈利 9.9 分。年内资产净值达人民币 80.9 亿元，每股净资产为人民币 0.91 元，每股拟派息 0.035 港元。公司盈利增长低于收入增长，主要因为新增平价项目利润率要低于存量绿电补贴项目，加上管理费用上升，境外分红税收以及部分项目所得税减免到期带来税率上升等多因素影响。

重要数据

日期	2023-3-10
收盘价 (港元)	0.71
总股本 (百万股)	8,630
总市值 (百万港元)	6,127
净资产 (百万元)	8,095
总资产 (百万元)	27,173
52 周高低 (港元)	0.81/0.59
每股净资产 (元)	0.91

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 资产质量进一步优化，项目储备充裕:

截至 2022 年底，公司平价项目权益装机容量占比达到 60%，绿电补贴项目占比下降至 40%，资产质量进一步优化。同时应收绿电补贴款余额人民币 8.1 亿元，同比下降 39%，现金流持续改善；截止 22 年底，公司运营权益装机 3,588MW，目前在建拟建规模 2,126MW，23 年计划新增 1.2GW 装机，以实现 23 年底达到 4.8GW 目标。2022 年公司新增 1,355MW 优质风电项目建设指标，新增核准容量共计 1,556MW，新增国家批复项目 4GW (风光各 2GW)，项目储备充裕，将有力保障未来装机增速。

主要股东

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

➤ 2023 年 1-2 月发电量同比增长 31%，表现良好:

2023 年 1-2 月，风电权益发电量同比增长 31.44%；太阳能权益发电量同比增长 26.62%；总计权益发电量同比增长 31%。其中 2023 年 2 月，公司风电权益发电量同比增长 17.24%；太阳能权益发电量同比增长 15.26%；总计权益发电量同比增长 17.06%。对比同行，公司 2 月发电量增长表现良好，更加验证公司电厂资产优质。

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-20210806/20220303/0804
 更新报告-20221115

➤ 维持买入评级，目标价 0.98 港元:

我们更新公司目标价 0.98 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 5.6 倍和 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	2,183	2,679	3,549	4,471	5,293
同比增长(%)	9.1%	22.7%	32.4%	26.0%	18.4%
净利润	778	872	1,063	1,332	1,662
同比增长(%)	15.6%	12.0%	22.0%	25.3%	24.8%
每股盈利 (分)	9.28	9.86	12.32	15.43	19.26
PE@0.71HKD	6.8	6.4	5.1	4.1	3.3
每股股息 (港元)	0.026	0.035	0.035	0.040	0.050
股息率	3.62%	4.93%	4.93%	5.63%	7.04%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

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

报告正文

2022 年实现盈利人民币 8.72 亿元，同比增长 10.7%：

2022 年公司实现收入人民币 26.79 亿元，同比增长 22.04%；实现盈利人民币 8.72 亿元，同比增长 10.7%；每股基本盈利 9.9 分。年内资产净值达人民币 80.9 亿元，每股净资产为人民币 0.91 元，每股拟派息 0.035 港元。公司盈利增长低于收入增长，主要因为新增平价项目利润率要略低于存量绿电补贴项目，加上管理费用上升，境外分红税收以及部分项目所得税减免到期带来税率上升等多因素影响。

资产质量进一步优化，项目储备充裕：

截至 2022 年底，公司平价项目权益装机容量占比达到 60%，绿电补贴项目占比下降至 40%，资产质量进一步优化。同时应收绿电补贴款余额人民币 8.1 亿元，同比下降 39%，现金流持续改善。

截止 22 年底公司运营权益装机 3,588MW，目前在建拟建规模 2,126MW，23 年计划新增 1.2GW 装机，以实现 23 年底达到 4.8GW 目标。2022 年公司新增 1,355MW 优质风电项目建设指标，新增核准容量共计 1,556MW，新增国家批复项目 4GW(风光各 2GW)，项目储备充裕，将有力保障未来装机增速。

2023 年 1-2 月发电量同比增长 31%，表现良好：

2023 年 1-2 月，风电权益发电量同比增长 31.44%；太阳能权益发电量同比增长 26.62%；总计权益发电量同比增长 31%。其中 2023 年 2 月，公司风电权益发电量同比增长 17.24%；太阳能权益发电量同比增长 15.26%；总计权益发电量同比增长 17.06%。对比同行，公司 2 月发电量增长表现良好，更加验证公司电厂资产优质。

维持买入评级，目标价 0.98 港元：

我们更新公司目标价 0.98 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 5.6 倍 PE，目标价较现价有 38% 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

疫情管控等不可控风险

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	20.85	716	17.3	16.4	12.0	8.6	2.9	1.4	1.1	0.9
	0968.HK	信义光能	HKD	8.82	785	15.9	0.0	14.7	10.6	2.6	0.0	2.5	2.2
	3868.HK	信义能源	HKD	2.37	176	14.3	0.0	13.5	11.2	1.5	0.0	1.4	1.2
	3800.HK	协鑫科技	HKD	2.01	544	8.8	3.1	3.7	3.4	1.3	1.1	0.8	0.7
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.89	10	-	-	-	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	0.89	22	8.3	0.0	0.0	0.0	0.4	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.19	43	6.2	-	-	-	0.6	-	-	-
平均						11.8	3.9	8.8	5.6	1.4	0.5	1.2	1.0
风电	2208.HK	金风科技	HKD	6.92	486	6.9	7.8	6.8	5.6	0.8	0.7	0.6	0.6
	0916.HK	龙源电力	HKD	9.56	1,348	10.2	9.9	7.7	6.4	1.1	1.0	0.9	0.8
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.65	193	8.6	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.49	323	5.5	5.7	4.4	3.9	0.7	0.6	0.5	0.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.68	115	8.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
平均						7.8	4.7	3.8	3.2	0.9	0.5	0.4	0.4
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.71	61	6.8	6.4	5.1	4.1	0.7	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
收入	2,001	2,183	2,679	3,549	4,471
经营成本	(760)	(873)	(1,084)	(1,419)	(1,878)
其他收入	41	83	60	50	50
行政费用	(323)	(338)	(426)	(461)	(497)
财务开支	(404)	(446)	(546)	(552)	(557)
应占联营公司利润	(8)	37	40	36	36
其他开支	116	154	318	100	30
税前盈利	763	930	1,152	1,384	1,734
所得税	(78)	(122)	(228)	(277)	(347)
少数股东应占利润	11	30	54	44	56
净利润	673	778	872	1,063	1,332
折旧及摊销	495	451	446	442	438
EBITDA	639	806	1,152	1,408	1,768
增长					
总收入 (%)	9%	9%	23%	32%	26%
EBITDA (%)	26%	26%	43%	22%	26%

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	3,471	3,232	3,388
应收账款	1,149	1,796	1,370	1,301	1,236
存货	12	28	59	60	60
其他流动资产	2,222	2,119	1,765	1,535	1,530
流动资产	5,663	7,454	6,664	6,128	6,214
固定资产	9,336	11,840	14,877	15,025	15,176
其他固定资产	4,529	4,742	5,631	5,428	5,297
非流动资产	13,865	16,582	20,508	20,453	20,473
总资产	19,528	24,035	27,173	26,581	26,687
流动负债	4,329	5,707	6,517	5,236	4,712
应付帐款	960	1,079	1,263	1,136	1,023
短期银行贷款	171	526	979	881	793
其他短期负债	3,198	4,103	4,275	3,218	2,896
非流动负债	8,704	10,775	12,561	12,365	12,281
长期银行贷款	1,336	765	1,286	1,311	1,337
其他负债	7,368	10,009	11,275	11,054	10,944
总负债	13,034	16,482	19,078	17,601	16,993
少数股东权益	75	149	263	269	291
股东权益	6,420	7,405	7,832	8,711	9,403
每股账面值(元)	0.75	0.89	0.94	1.04	1.12
营运资金	1,334	1,746	148	892	1,502

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	32%	37%	43%	40%	40%
净利率 (%)	34%	36%	33%	30%	30%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	15%	16%	13%	11%
实际税率 (%)	10%	13%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	32%	27%	35%	28%	26%
库存周转	6	12	20	15	12
应付账款天数	200	164	84	64	51
应收账款天数	210	300	187	134	101
ROE (%)	10%	11%	11%	12%	14%
ROA (%)	3%	4%	3%	4%	5%
财务状况					
净负债/股本	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
收入/总资产	0.10	0.09	0.10	0.13	0.17
总资产/股本	3.04	3.25	3.47	3.05	2.84
收入对利息倍数	4.9	4.9	4.9	6.4	8.0

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
EBITDA	639	806	1,152	1,408	1,768
融资成本	(215)	151	3,047	(232)	(69)
营运资金变化	618	412	(1,599)	745	610
所得税	(77)	(75)	(228)	(277)	(347)
营运现金流	965	1,294	2,373	1,644	1,962
资本开支	(1,308)	(2,979)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	1,164	1,029	(509)	(50)	(35)
投资活动现金流	(144)	(1,950)	(1,709)	(1,250)	(1,235)
负债变化	(786)	(183)	0	0	0
股本变化	(1,240)	5,087	(56)	0	0
股息	(191)	(209)	(188)	(169)	(152)
其他融资活动	2,201	(2,804)	(455)	(460)	(414)
融资活动现金流	(15)	1,891	(699)	(629)	(566)
现金变化	806	1,235	(35)	(235)	161
期初持有现金	1,483	2,280	3,510	3,471	3,232
汇率变动	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)
期末持有现金	2,280	3,510	3,471	3,232	3,388

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>