

# 买入

# 项目储备充裕，未来业绩持续增长

**协合新能源 (0182.HK)**

2023-08-03 星期四

## 投资要点

**目标价: 0.96 港元**
**现价: 0.63 港元**
**预计升幅: 52%**

## 重要数据

| 日期          | 2023-08-02 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 0.63       |
| 总股本 (百万股)   | 8,619      |
| 总市值 (百万港元)  | 5,430      |
| 净资产 (百万元)   | 8,995      |
| 总资产 (百万元)   | 29,769     |
| 52 周高低 (港元) | 0.77/0.56  |
| 每股净资产 (元)   | 0.94       |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

 China Wind Power Investment Limited  
 (11.16%)

华电福新(9.79%)

Splendor Power Limited(7.81%)

## 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-20221115/20230313

## 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

### ➤ 2023H1 实现盈利人民币 4.96 亿元，同比增长 12%:

2023 年上半年公司实现收入人民币 14.9 亿元，同比上升 11.3%；股东应占盈利人民币 4.96 亿元，同比上升 12.0%；EPS 为人民币 5.83 分。公司业绩增长主要受益发电量保持较高增长，其中风电权益发电量同比增长 26.5%，光伏权益发电量同比增长 14.6%。期内公司电站各项运营指标表现良好，权益风电厂利用小时数 1353 小时，较全国平均小时数 1237 小时高出 116 小时；上半年综合度电成本 0.2149 元，同比下降 7.77%。

### ➤ 项目储备充裕，目标未来 5 年权益装机达到 10GW:

公司积极获取优质项目资源，上半年新增建设指标 483.5MW，核准容量 760MW。目前公司风光资源储备共计 19.26GW，其中风电约 12.53GW、光伏约 6.73GW，在建 2,194MW。截至 2023 年 6 月底，公司权益装机容量 3.64GW，公司规划未来 5 年权益装机达到 10GW，基于公司资源储备及开工项目，预期每年新增装机 1GW，支撑公司业绩稳定增长。

### ➤ 经营稳健，现金流良好，财务成本持续下降:

近几年，公司通过出售存量补贴资产回笼资金，经营稳健，现金流良好。截至 2023 年 6 月，公司在手现金 34.3 亿元人民币。上半年公司提前偿还美元债，加权平均成本进一步降低至 4.75% (2022H1:5.38%)，目前新签项目融资利率下降至 3.8%，有利降低后续财务成本。未来公司通过现有电站经营现金流加上项目银行贷款就可以满足每年 1GW 新增装机资金需求。公司亦将适时择机回购公司股票，基于公司后续业绩增长、稳健的财务以及 30% 稳定派息，公司中长期投资显现。

### ➤ 维持买入评级，目标价 0.96 港元:

我们更新公司目标价 0.96 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 5.7 倍和 PE，目标价较现价有 52% 上升空间，维持买入评级。

| 人民币百万元     | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额        | 11,625 | 12,499 | 14,335 | 15,774 | 17,394 |
| 同比增长(%)    | 24.0%  | 7.5%   | 14.7%  | 10.0%  | 10.3%  |
| 净利润        | 1,311  | 2,929  | 3,438  | 4,008  | 4,669  |
| 同比增长(%)    | 41.3%  | 123.5% | 17.4%  | 16.6%  | 16.5%  |
| 每股盈利 (分)   | 0.18   | 0.40   | 0.47   | 0.55   | 0.64   |
| PE@0.63HKD | 14.0   | 6.3    | 5.4    | 4.6    | 3.9    |
| 每股股息 (港元)  | 0.03   | 0.05   | 0.09   | 0.11   | 0.13   |
| 股息率        | 1.30%  | 2.16%  | 4.09%  | 4.76%  | 5.55%  |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2023H1 实现盈利人民币 4.96 亿元，同比增长 12%：

2023 年上半年公司实现收入人民币 14.9 亿元，同比上升 11.3%；股东应占盈利人民币 4.96 亿元，同比上升 12.0%；EPS 为人民币 5.83 分。公司业绩增长主要受益发电量保持较高增长，其中风电权益发电量同比增长 26.5%，光伏权益发电量同比增长 14.6%。期内公司电站各项运营指标表现良好，权益风电厂利用小时数 1353 小时，较全国平均小时数 1237 小时高出 116 小时；上半年综合度电成本 0.2149 元，同比下降 7.77%。

### 项目储备充裕，目标未来 5 年权益装机达到 10GW：

公司积极获取优质项目资源，上半年新增建设指标 483.5MW，核准容量 760MW。目前公司风光资源储备共计 19.26GW，其中风电约 12.53GW、光伏约 6.73GW，在建 2,194MW。截至 2023 年 6 月底，公司权益装机容量 3.64GW，公司规划未来 5 年权益装机达到 10GW，基于公司资源储备及开工项目，预期每年新增装机 1GW，支撑公司业绩稳定增长。

### 经营稳健，现金流良好，财务成本持续下降：

近几年，公司通过出售存量补贴资产回笼资金，经营稳健，现金流良好。截至 2023 年 6 月，公司在手现金 34.3 亿元人民币。上半年公司提前偿还美元债，加权平均成本进一步降低至 4.75%（2022H1:5.38%），目前新签项目融资利率下降至 3.8%，有利降低后续财务成本。未来公司通过现有电站经营现金流加上项目银行贷款就可以满足每年 1GW 新增装机资金需求。公司亦将适时择机回购公司股票，基于公司后续业绩增长、稳健的财务以及 30% 稳定派息，公司中长期投资显现。

### 维持买入评级，目标价 0.96 港元：

我们更新公司目标价 0.96 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 5.7 倍 PE，目标价较现价有 52% 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

其他不可控风险

**表1：行业估值**

| 新能源行业 | 代码        | 简称     | 货币  | 股价    | 市值<br>(亿港元) | PE          |             |             |            | PB         |            |            |            |
|-------|-----------|--------|-----|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|       |           |        |     |       |             | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E      | 2022A      | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
| 光伏    | 6865.HK   | 福莱特玻璃  | HKD | 22.40 | 802         | 22.2        | 15.7        | 11.8        | 9.7        | 3.2        | 2.9        | 2.4        | 2.0        |
|       | 0968.HK   | 信义光能   | HKD | 7.37  | 656         | 17.2        | 14.1        | 9.9         | 8.1        | 2.3        | 1.9        | 1.7        | 1.5        |
|       | 3868.HK   | 信义能源   | HKD | 1.90  | 156         | 16.0        | 13.2        | 10.7        | 9.0        | 1.2        | 1.3        | 1.2        | 1.2        |
|       | <b>平均</b> |        |     |       |             | <b>18.4</b> | <b>14.3</b> | <b>10.8</b> | <b>8.9</b> | <b>2.2</b> | <b>2.1</b> | <b>1.8</b> | <b>1.5</b> |
| 风电    | 2208.HK   | 金风科技   | HKD | 5.22  | 461         | 8.3         | 6.0         | 4.9         | 4.2        | 0.5        | 0.5        | 0.4        | 0.4        |
|       | 0916.HK   | 龙源电力   | HKD | 7.25  | 1,352       | 10.6        | 6.8         | 5.7         | 5.0        | 0.9        | 0.7        | 0.7        | 0.9        |
|       | 1798.HK   | 大唐新能源  | HKD | 2.51  | 183         | 6.3         | 5.4         | 4.6         | 3.9        | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 0.8        |
|       | 0956.HK   | 新天绿色能源 | HKD | 2.84  | 282         | 4.6         | 4.0         | 3.5         | 2.8        | 0.5        | 0.4        | 0.3        | 0.3        |
|       | 1811.HK   | 中广核新能源 | HKD | 2.22  | 95          | 6.3         | 5.3         | 5.1         | 4.8        | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 0.8        |
|       | <b>平均</b> |        |     |       |             | <b>7.2</b>  | <b>5.5</b>  | <b>4.7</b>  | <b>4.1</b> | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> |
|       | 0182.HK   | 协合新能源  | HKD | 0.63  | 54          | 6.2         | 5.9         | 4.7         | 3.7        | 0.6        | 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

|                | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入</b>      | 11,625  | 12,499  | 14,335  | 15,774  | 17,394  |
| 经营成本           | (149)   | (62)    | (143)   | (158)   | (174)   |
| 其他收入           | 280     | 637     | 285     | 287     | 286     |
| 行政费用           | (1,021) | (1,092) | (1,147) | (1,262) | (1,565) |
| 财务开支           | (2,122) | (1,940) | (2,088) | (2,253) | (2,436) |
| 应占联营公司利润       | (9)     | 47      | 57      | 63      | 70      |
| 其他开支           | (1,212) | (451)   | (500)   | (789)   | (870)   |
| <b>税前盈利</b>    | 2,462   | 4,344   | 5,355   | 6,133   | 7,031   |
| 所得税            | (376)   | (452)   | (803)   | (920)   | (1,055) |
| 少数股东应占利润       | 254     | 406     | 546     | 626     | 717     |
| <b>核心归母净利润</b> | 1,311   | 2,929   | 3,438   | 4,008   | 0       |
| 折旧及摊销          | (4,445) | (4,999) | (5,049) | (5,099) | (5,201) |
| <b>EBITDA</b>  | 8,759   | 10,598  | 12,150  | 13,134  | 14,313  |
| <b>增长</b>      |         |         |         |         |         |
| 总收入 (%)        | 24%     | 8%      | 15%     | 10%     | 10%     |
| EBITDA (%)     | 17%     | 21%     | 15%     | 8%      | 9%      |

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|              | 2021A  | 2022A  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 现金           | 3,120  | 2,441  | 1,865   | 2,392   | 2,199   |
| 应收账款         | 16,471 | 14,468 | 16,248  | 17,879  | 19,716  |
| 存货           | 124    | 123    | 123     | 132     | 141     |
| 其他流动资产       | 1,682  | 1,881  | 1,919   | 1,957   | 1,996   |
| <b>流动资产</b>  | 21,397 | 18,913 | 20,155  | 22,360  | 24,052  |
| 固定资产         | 70,274 | 71,979 | 79,775  | 83,467  | 88,110  |
| 其他固定资产       | 7,425  | 6,657  | 6,779   | 6,962   | 7,186   |
| <b>非流动资产</b> | 77,699 | 78,635 | 86,555  | 90,430  | 95,296  |
| <b>总资产</b>   | 99,097 | 97,548 | 106,710 | 112,790 | 119,348 |
| <b>流动负债</b>  | 22,339 | 17,124 | 17,578  | 17,632  | 17,730  |
| 应付帐款         | 370    | 279    | 367     | 393     | 420     |
| 短期银行贷款       | 12,462 | 8,634  | 8,202   | 7,792   | 7,402   |
| 其他短期负债       | 9,507  | 8,211  | 9,010   | 9,447   | 9,907   |
| <b>非流动负债</b> | 45,618 | 46,154 | 50,769  | 55,846  | 61,431  |
| 长期银行贷款       | 45,414 | 45,945 | 50,540  | 55,594  | 61,153  |
| 其他负债         | 203    | 209    | 229     | 252     | 278     |
| <b>总负债</b>   | 67,957 | 63,278 | 68,348  | 73,478  | 79,160  |
| 少数股东权益       | 3,932  | 4,083  | 4,602   | 5,165   | 5,810   |
| <b>股东权益</b>  | 27,208 | 30,187 | 33,760  | 34,147  | 34,377  |
| 每股账面值        | 0.27   | 0.24   | 0.22    | 0.21    | 0.21    |
| 营运资金         | (942)  | 1,789  | 2,577   | 4,728   | 6,322   |

**财务分析**

|               | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>   |       |       |       |       |       |
| EBITDA 利率 (%) | 75%   | 85%   | 85%   | 83%   | 82%   |
| 净利率 (%)       | 11%   | 23%   | 24%   | 25%   | 0%    |
| <b>营运表现</b>   |       |       |       |       |       |
| SG&A/收入 (%)   | 9%    | 9%    | 8%    | 8%    | 9%    |
| 实际税率 (%)      | 15%   | 10%   | 15%   | 15%   | 15%   |
| 股息支付率 (%)     | 17%   | 7%    | 8%    | 7%    | 162%  |
| 营业周期(月)       | 12    | 12    | 12    | 12    | 13    |
| 应付账款天数        | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 应收账款天数        | 517   | 517   | 517   | 517   | 517   |
| ROE (%)       | 5%    | 10%   | 10%   | 12%   | 0%    |
| ROA (%)       | 1%    | 3%    | 3%    | 4%    | 0%    |
| <b>财务状况</b>   |       |       |       |       |       |
| 净负债/股本        | 2.0   | 1.7   | 1.7   | 1.8   | 1.9   |
| 收入/总资产        | 0.12  | 0.13  | 0.13  | 0.14  | 0.15  |
| 总资产/股本        | 3.64  | 3.23  | 3.16  | 3.30  | 3.47  |
| 收入对利息倍数       | 5.5   | 6.4   | 6.9   | 7.0   | 7.1   |

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|                | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>EBITDA</b>  | 8,759   | 10,598  | 12,150  | 13,134  | 14,313  |
| 融资成本           | (5,961) | 356     | (1,202) | (2,699) | (2,268) |
| 营运资金变化         | 3,580   | 2,730   | 788     | 2,152   | 1,594   |
| 所得税            | (376)   | (452)   | (803)   | (920)   | (1,055) |
| <b>营运现金流</b>   | 6,002   | 13,231  | 10,933  | 11,667  | 12,584  |
| 资本开支           | (8,221) | (6,970) | (6,988) | (6,988) | (6,988) |
| 其他投资活动         | 23      | 122     | 6       | 6       | 7       |
| <b>投资活动现金流</b> | (8,197) | (6,849) | (6,982) | (6,982) | (6,981) |
| 负债变化           | (1,070) | 330     | 1,310   | (327)   | 274     |
| 股本变化           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 股息             | (2,021) | (1,561) | (1,717) | (1,889) | (2,078) |
| 其他融资活动         | 5,353   | (5,836) | (4,124) | (1,948) | (3,998) |
| <b>融资活动现金流</b> | 2,263   | (7,067) | (4,531) | (4,164) | (5,802) |
| <b>现金变化</b>    | 67      | (684)   | (581)   | 522     | (199)   |
| 期初持有现金         | 3,053   | 3,120   | 2,441   | 1,865   | 2,392   |
| 汇率变动           | (0)     | 5       | 5       | 5       | 5       |
| 期末持有现金         | 3,120   | 2,441   | 1,865   | 2,392   | 2,199   |

# 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>