

买入

高质量项目拓展，融资成本持续下行

协合新能源 (0182.HK)

2025-8-6 星期三

【投资要点】

目标价: **0.61 港元**

现价: **0.415 港元**

预计升幅: **47%**

重要数据

日期	2025-8-5
收盘价(港元)	0.415
总股本(亿股)	78.78
总市值(亿港元)	33
净资产(亿元)	89
总资产(亿元)	332
52周高低(港元)	0.59/0.39
每股净资产(元)	1.11

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

刘顺兴及关连人士 (22.75%)

华电福新(11.17%)

相关报告

更新报告-20200811/1112

更新报告-20210219/20210317

更新报告 20210806/20220303

更新报告 20220804/20230803

更新报告-20221115/20230313

更新报告-20231108/20240312

更新报告-20240705/20241113

更新报告-20250304

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025 年上半年盈利 2.82 亿元，同比下降 43.8%

2025 年上半年公司实现收入 14 亿元，同比下降 6.6%；盈利 2.82 亿元，同比下降 43.8%，基本每股盈利 3.58 分。公司中期业绩低于预期，主要因为核心电站业务受资源下降，综合电价下行，限电因素，叠加一次性收益同比变化差异等综合影响。期内公司投资风电厂加权平均利用小时数为 1,142 小时，同比下降 78 小时 (-6.4%)；投资风电厂的平均综合电价为 0.3653 元/kWh，同比下降 1.85 分。2025 年上半年绿电交易电量较上年同期上涨 26%，部分抵消了电价下行的不利影响。

➤ 布局全球重点市场，持续高质量项目拓展

2025 年上半年，公司新增投产项目权益容量 191MW，其中风电 140MW，光伏 51MW。截至 2025 年 6 月 30 日，公司持有并网发电的风电及光伏电厂权益装机容量 4,778MW，较上年同期增长 18.0%。其中，风电厂权益装机容量 3,844MW，同比增长 10.9%；光伏电厂权益装机容量 934MW，同比增长 60.2%。项目开拓方面，在中国境内新获取风电投资项目（年度建设指标）600MW，在中国以外地区获取 152.5MW 光伏项目和 300MW 储能项目。公司坚持高质量项目发展，目前实际投产项目 IRR 仍高于 8%。

➤ 融资成本持续下行，价值洼地凸显中长期投资价值

期内公司新增提款的平均融资成本 3.15%，综合融资利率降至 3.63%，均处于历史低位；近期因为与沙特电力电站出售协议终止以及中期业绩下跌影响，公司股价出现较大幅度下跌。但从中长期投资角度，截至 6 月底，公司净资产 89 亿元，每股净资产 1.11 元，目前 PB 仅 0.34 倍，2025 年动态股息率约 9.64%，具吸引。

➤ 给予“买入”评级，更新目标 0.61 港元/股

我们更新公司目标价 0.61 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 6 倍和 4.7 倍 PE，目标价较现价有 47% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,589	2,752	2,633	3,082	3,237
变动(%)	-3.4%	6.3%	-4.3%	17.1%	5.0%
归属股东净利润	964	805	738	944	1,028
变动(%)	10.5%	-16.5%	-8.3%	28.0%	8.8%
基本每股盈利(分)	11.39	10.05	9.24	11.83	12.88
市盈率@0.415 港元(倍)	3.3	3.8	4.1	3.2	2.9
每股股息(分)	0.035	0.035	0.040	0.045	0.045
股息现价比率(%)	8.43%	8.43%	9.64%	10.84%	10.84%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年上半年盈利 2.82 亿元，同比下降 43.8%

2025 年上半年公司实现收入 14 亿元，同比下降 6.6%；盈利 2.82 亿元，同比下降 43.8%，基本每股盈利 3.58 分。公司中期业绩低于预期，主要因为核心电站业务受资源下降，综合电价下行，限电因素，叠加一次性收益同比变化差异等综合影响。

期内公司投资风电厂加权平均利用小时数为 1,142 小时，同比下降 78 小时（-6.4%）；投资风电电厂的平均综合电价为 0.3653 元/kWh，同比下降 1.85 分。2025 年上半年绿电交易电量较上年同期上涨 26%，部分抵消了电价下行的不利影响。

➤ 布局全球重点市场，持续高质量项目拓展

2025 年上半年，公司新增投产项目权益容量 191MW，其中风电 140MW，光伏 51MW。截至 2025 年 6 月 30 日，公司持有并网发电的风电及光伏电厂权益装机容量 4,778MW，较上年同期增长 18.0%。其中，风电厂权益装机容量 3,844MW，同比增长 10.9%；光伏电厂权益装机容量 934MW，同比增长 60.2%。

项目开拓方面，在中国境内新获取风电投资项目（年度建设指标）600MW，在中国以外地区获取 152.5MW 光伏项目和 300MW 储能项目。公司坚持高质量项目发展，目前实际投产项目 IRR 仍高于 8%。

➤ 融资成本持续下行，价值洼地凸显中长期投资价值

期内公司新增提款的平均融资成本 3.15%，综合融资利率降至 3.63%，均处于历史低位；近期因为与沙特电力电站出售协议终止以及中期业绩下跌影响，公司股价出现较大幅度下跌。但从中长期投资角度，截至 6 月底，公司净资产 89 亿元，每股净资产 1.11 元，目前 PB 仅 0.34 倍，2025 年动态股息率约 9.64%，具吸引。

➤ 给予“买入”评级，提升目标价至 0.61 港元/股

我们更新公司目标价 0.61 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 6 倍和 4.7 倍 PE，目标价较现价有 47% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20250805)

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	10.40	392	22.4	23.1	14.3	9.9	1.0	1.0	0.9	0.8
	0968.HK	信义光能	HKD	3.14	285	26.2	16.1	10.5	8.2	0.9	0.9	0.8	0.8
	3868.HK	信义能源	HKD	1.23	104	12.2	10.0	9.6	9.3	0.7	0.7	0.7	0.6
	平均					20.3	16.4	11.5	9.1	0.9	0.9	0.8	0.7
风电	2208.HK	金风科技	HKD	7.45	429	15.7	10.6	9.0	8.0	0.8	0.7	0.7	0.6
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.02	1,148	8.5	7.5	7.0	6.5	0.7	0.7	0.6	0.6
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.29	167	6.5	6.3	5.9	5.5	0.8	0.5	0.5	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.23	278	9.9	6.5	5.8	5.0	0.7	0.7	0.6	0.5
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.45	105	5.5	5.4	5.3	-	0.8	0.8	0.8	0.8
	平均					9.2	7.3	6.6	6.3	0.8	0.7	0.6	0.6
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.415	33	3.8	4.1	3.2	2.9	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪 (香港) 预测及整理

【风险提示】

1. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟
2. 政府补贴延后下发影响自有现金流
3. 风资源不好，或限电影响发电量

【财务报表摘要】

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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2,589	2,752	2,633	3,082	3,237
经营成本	(1,183)	(1,236)	(1,264)	(1,449)	(1,489)
其他收入	105	184	50	50	50
行政费用	(404)	(344)	(347)	(351)	(354)
财务开支	(644)	(684)	(691)	(698)	(705)
应占联营公司利润	34	22	36	36	36
其他开支	404	32	400	400	400
税前盈利	1,049	867	904	1,157	1,259
所得税	(154)	9	(136)	(174)	(189)
少数股东应占利润	25	70	31	39	43
净利润	964	805	738	944	1,028
折旧及摊销	674	667	661	654	648
EBITDA	880	677	848	1,115	1,230
增长					
总收入 (%)	-3%	6%	-4%	17%	5%
EBITDA (%)	-16%	-23%	25%	31%	10%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	2,445	1,694	1,556	1,716	2,091
应收账款	1,416	1,649	1,566	1,488	1,414
存货	46	19	19	20	20
其他流动资产	3,079	4,782	1,911	1,912	1,914
流动资产	6,986	8,144	5,053	5,136	5,439
固定资产	17,759	17,248	17,420	17,595	17,770
其他固定资产	6,490	6,738	6,468	6,353	6,256
非流动资产	24,250	23,986	23,888	23,947	24,026
总资产	31,236	32,130	28,941	29,084	29,466
流动负债	6,879	7,940	4,802	4,322	3,890
应付帐款	1,672	589	530	477	429
短期银行贷款	973	925	832	749	674
其他短期负债	4,233	6,426	3,440	3,096	2,786
非流动负债	15,922	15,283	14,856	14,854	14,856
长期银行贷款	2,809	4,810	4,906	5,004	5,104
其他负债	13,113	10,474	9,950	9,850	9,752
总负债	22,801	23,224	19,658	19,176	18,746
少数股东权益	152	191	278	297	322
股东权益	8,283	8,715	9,004	9,610	10,398
每股账面值(元)	0.99	1.04	1.08	1.15	1.24
营运资金	108	204	250	814	1,549

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	34%	25%	32%	36%	38%
净利率 (%)	37%	29%	28%	31%	32%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	12%	13%	11%	11%
实际税率 (%)	15%	-1%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	31%	35%	43%	38%	35%
库存周转	14	6	6	5	5
应付账款天数	131	123	130	112	108
应收账款天数	200	219	217	176	159
ROE (%)	12%	9%	8%	10%	10%
ROA (%)	3%	3%	2%	3%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.08	0.09	0.09	0.11	0.11
总资产/股本	3.77	3.69	3.21	3.03	2.83
收入对利息倍数	4.0	4.0	3.8	4.4	4.6

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	880	677	848	1,115	1,230
融资成本	917	1,551	1,000	497	337
营运资金变化	(40)	96	47	564	735
所得税	(176)	(133)	(136)	(174)	(189)
营运现金流	1,581	2,191	1,759	2,002	2,114
资本开支	(3,752)	(4,259)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	(836)	841	(138)	(116)	(96)
投资活动现金流	(4,588)	(3,418)	(1,338)	(1,316)	(1,296)
负债变化	1,660	2,771	300	300	300
股本变化	(4,845)	(4,208)	0	0	0
股息	(278)	(259)	(233)	(210)	(189)
其他融资活动	5,438	2,221	(697)	(627)	(564)
融资活动现金流	1,974	525	(630)	(537)	(453)
现金变化	(1,033)	(702)	(208)	149	364
期初持有现金	3,471	2,445	1,754	1,556	1,716
汇率变动	8	11	11	11	11
期末持有现金	2,445	1,754	1,556	1,716	2,091

投资评级定义及免责条款

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>