

买入

积极项目开拓，期待新的装机规划出台

协合新能源 (0182.HK)

2022-11-15 星期三

投资要点

 目标价: **0.95 港元**

现价: 0.66 港元

预计升幅: 44%

重要数据

日期	2022-11-14
收盘价 (港元)	0.66
总股本 (百万股)	8,975
总市值 (百万港元)	5,923
净资产 (百万元)	7,641
总资产 (百万元)	26,820
52 周高低 (港元)	0.86/0.59
每股净资产 (元)	0.85

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

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2022 年前 10 月权益发电量同比增长 27.12%:

2022 年 10 月, 权益发电量总计 655.88GWh, 同比增长 20.66%。其中, 风电权益发电量 588.48GWh, 同比增长 14.05%; 太阳能权益发电量 67.40GWh, 同比增长 144.56%。2022 年 1-10 月, 权益发电量总计 5369.21GWh, 同比增长 27.12%。其中, 风电权益发电量 4700.13GWh, 同比增长 17.35%; 太阳能权益发电量 669.08GWh, 同比增长 206.48%。

➤ 公司持续不定期回购, 彰显中长期投资价值:

2022 年 10-11 月以来, 公司及创始人持续不定期的频密回购增持股份。同时, 公司第二大股东-华电福新也更改了原股票卖出计划, 表明大股东、管理层以及华电福新对公司资产回报的认可以及对未来业绩增长的看好, 股东的增持和惜售, 更加彰显公司中长期投资价值。

➤ 积极项目开拓, 期待新的装机规划出台:

2022 年上半年, 公司取得风电指标 800MW, 下半年新获取 600MW 的项目指标, 其中黑龙江混合制项目 400MW, 贵州 100MW, 河南 100MW, 目前公司中期项目储备达到 2.45GW, 实现 2023 年达到 5GW 目标确定性大。2022 年公司新增 1GW 装机, 受疫情管控影响, 预期将于 2022 年 12 月底或者 2023 年初实现投产。根据目前公司获取的项目储备以及新签的风光协议容量, 在存量电站达到 5GW 规模基础上, 期待公司出台 2023 年以后新的装机规划, 支撑公司业绩持续增长。

➤ 价值优势明显, 维持买入评级, 目标价 0.95 港元:

我们期待第一批绿电补贴下发后, 对绿电行业现金流改善以及估值的提升。目前公司 2022 年动态 PE 仅约 5.2 倍, 估值优势明显。我们更新公司目标价 0.95 港元, 相当于 2022 年和 2023 年 7.5 倍和 6 倍和 PE, 目标价较现价有 44% 上升空间, 给予买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,001	2,183	2,546	3,168	3,865
同比增长(%)	9.0%	9.1%	16.6%	24.4%	22.0%
净利润	673	778	948	1,169	1,390
同比增长(%)	11.4%	15.6%	21.8%	23.3%	18.8%
每股盈利 (分)	7.86	9.28	11.33	13.98	16.61
PE@0.66HKD	7.5	6.4	5.2	4.2	3.6
每股股息 (港元)	0.025	0.026	0.026	0.026	0.026
股息率	3.79%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2022年前10月权益发电量同比增长27.12%:

2022年10月，权益发电量总计655.88GWh，同比增长20.66%。其中，风电权益发电量588.48GWh，同比增长14.05%；太阳能权益发电量67.40GWh，同比增长144.56%。2022年1-10月，权益发电量总计5369.21GWh，同比增长27.12%。其中，风电权益发电量4700.13GWh，同比增长17.35%；太阳能权益发电量669.08GWh，同比增长206.48%。

公司持续不定期回购，彰显中长期投资价值:

2022年10-11月以来，公司及创始人持续不定期的频密回购增持股份。同时，公司第二大股东-华电福新也更改了原股票卖出计划，表明大股东、管理层以及华电福新对公司资产回报的认可以及对未来业绩增长的看好，股东的增持和惜售，更加彰显公司中长期投资价值。

积极项目开拓，期待新的装机规划出台:

2022年上半年，公司取得风电指标800MW，下半年新获取600MW的项目指标，其中黑龙江混合制项目400MW，贵州100MW，河南100MW，目前公司中期项目储备达到2.45GW，实现2023年达到5GW目标确定性大。2022年公司新增1GW装机，受疫情管控影响，预期将于2022年12月底或者2023年初实现投产。根据目前公司获取的项目储备以及新签的风光协议容量，在存量电站达到5GW规模基础上，期待公司出台2023年以后新的装机规划，支撑公司业绩持续增长。

价值优势明显，维持买入评级，目标价0.95港元:

我们期待第一批绿电补贴下发后，对绿电行业现金流改善以及估值的提升。目前公司2022年动态PE仅约5.2倍，估值优势明显。我们更新公司目标价0.95港元，相当于2022年和2023年7.5倍和6倍PE，目标价较现价有44%上升空间，给予买入评级。

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	22.40	804	18.5	18.2	12.5	9.1	3.2	1.4	1.1	0.9
	0968.HK	信义光能	HKD	9.67	860	17.5	18.1	13.0	10.0	2.9	2.5	2.2	1.9
	3868.HK	信义能源	HKD	2.32	173	14.0	12.5	10.3	8.8	1.4	1.3	1.2	1.1
	3800.HK	协鑫科技	HKD	2.36	640	10.3	3.7	3.5	3.7	1.5	1.3	0.9	0.7
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	1.04	12	-	-	-	16.1	0.3	0.2	0.2	0.2
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	0.83	21	7.7	0.0	0.0	0.0	0.4	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.19	42	6.0	-	-	-	0.6	-	-	-
平均						12.3	10.5	7.9	7.9	1.5	1.3	1.1	1.0
风电	2208.HK	金风科技	HKD	7.99	496	8.0	8.8	7.4	5.9	0.9	0.8	0.7	0.7
	0916.HK	龙源电力	HKD	9.80	1,379	10.9	9.9	7.9	6.6	1.1	1.1	1.0	0.9
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.28	166	7.4	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.43	328	5.4	5.6	4.7	4.1	0.7	0.6	0.5	0.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.54	109	7.6	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
	平均						7.9	4.9	4.0	3.3	0.9	0.5	0.4
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.66	59	6.4	5.2	4.2	3.6	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	2,546	3,168	3,865
经营成本	(760)	(873)	(1,019)	(1,267)	(1,546)
其他收入	41	83	90	50	50
行政费用	(323)	(338)	(365)	(394)	(425)
财务开支	(404)	(446)	(442)	(446)	(451)
应占联营公司利润	(8)	37	44	36	36
其他开支	116	154	150	150	30
税前盈利	763	930	1,110	1,384	1,645
所得税	(78)	(122)	(122)	(166)	(197)
少数股东应占利润	11	30	40	49	58
净利润	673	778	948	1,169	1,390
折旧及摊销	495	451	446	442	438
EBITDA	639	806	971	1,302	1,572
增长					
总收入 (%)	9%	9%	17%	24%	22%
EBITDA (%)	26%	26%	20%	34%	21%

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	3,468	3,781	4,414
应收账款	1,149	1,796	1,706	1,621	1,540
存货	12	28	28	28	29
其他流动资产	2,222	2,119	1,762	1,760	1,759
流动资产	5,663	7,454	6,964	7,190	7,742
固定资产	9,336	11,840	11,959	12,078	12,199
其他固定资产	4,529	4,742	4,505	4,407	4,319
非流动资产	13,865	16,582	16,464	16,485	16,518
总资产	19,528	24,035	23,427	23,675	24,260
流动负债	4,329	5,707	4,979	4,481	4,033
应付帐款	960	1,079	971	874	786
短期银行贷款	171	526	473	426	384
其他短期负债	3198	4103	3535	3181	2863
非流动负债	8,704	10,775	10,058	9,981	9,905
长期银行贷款	1,336	765	781	796	812
其他负债	7,368	10,009	9,277	9,184	9,092
总负债	13,034	16,482	15,037	14,462	13,938
少数股东权益	75	149	252	276	310
股东权益	6,420	7,405	8,139	8,937	10,013
每股账面值(元)	0.75	0.89	0.97	1.07	1.20
营运资金	1,334	1,746	1,984	2,709	3,709

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	32%	37%	38%	41%	41%
净利率 (%)	34%	36%	37%	37%	36%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	15%	14%	12%	11%
实际税率 (%)	10%	13%	11%	12%	12%
股息支付率 (%)	0%	0%	30%	30%	30%
库存周转	6	12	10	8	7
应付账款天数	200	164	142	115	96
应收账款天数	210	300	245	187	145
ROE (%)	10%	11%	12%	13%	14%
ROA (%)	3%	4%	4%	5%	6%
财务状况					
净负债/股本	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
收入/总资产	0.10	0.09	0.11	0.13	0.16
总资产/股本	3.04	3.25	2.88	2.65	2.42
收入对利息倍数	4.9	4.9	5.8	7.1	8.6

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	971	1,302	1,572
融资成本	(215)	151	317	(166)	(418)
营运资金变化	618	412	238	724	1,000
所得税	(78)	(75)	(122)	(166)	(197)
营运现金流	964	1,294	1,404	1,695	1,957
资本开支	(1,500)	(2,979)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	(24)	1,029	(67)	(50)	(35)
投资活动现金流	(1,524)	(1,950)	(1,267)	(1,250)	(1,235)
负债变化	266	0	300	300	300
股本变化	(1,240)	5,087	0	0	0
股息	(135)	(121)	(109)	(98)	(88)
其他融资活动	2,316	(4,830)	(373)	(336)	(302)
融资活动现金流	1,208	136	(182)	(134)	(91)
现金变化	647	(520)	(45)	311	631
期初持有现金	1,483	2,280	3,510	3,468	3,781
汇率变动	3	3	3	3	3
期末持有现金	2,132	1,763	3,468	3,781	4,414

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>