

买入

资产“小而精”，公司“小而美”

协合新能源 (0182.HK)

2025-03-04 星期二

投资要点

目标价： 0.78 港元
现价： 0.495 港元
预计升幅： 58%

重要数据

日期	2025-03-03
收盘价 (港元)	0.495
总股本 (百万股)	7,982
总市值 (亿港元)	40
净资产 (百万元)	8,906
总资产 (百万元)	32,130
52 周高低 (港元)	0.69/0.45
每股净资产 (港元)	1.18

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 (22.45%)

华电福新(11.02%)

相关报告

更新报告-20200811/1112

更新报告-20210219/20210317

更新报告-20210806/20220303/0804

更新报告-20221115/20230313/0803

更新报告-20231108/20240312/0705

更新报告-20241113

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzq.com.hk

➤ 2024 年盈利下降主要受电价及限电等综合因素影响:

2024 年公司实现收入为人民币 27.52 亿元, 同比增长 6.31%; 公司股东应占期内盈利为人民币 8.05 亿元, 同比减少 16.46%; 基本每股盈利为人民币 10.06 分, 拟派末期股息每普通股 0.035 港元, 派息率由 2023 年 27 提升至 32%。公司 2024 年盈利下降主要受电价下降, 限电以及转让资产收益同比下降等综合因素所致。

➤ 项目储备充裕, 2025 年计划新增投产 1GW, 资本开支 40 亿元:

2024 年公司在全球范围内新获取风光投资项目 1,399MW, 其中包括中国区域 720MW, 其他国家 679MW。截至 2024 年底, 在中国区域累计风光资源储备超 10.75GW, 其中风电资源约 6.5GW、光伏资源约 4.25GW。目前公司在建项目约 2GW, 预计 2025 年资本开支为 40 亿。2025 年计划投产 1GW, 其中上半年预计投产 50%, 主要是去年延后的项目, 将在 5 月中旬投产, 力争 6 月前并网以获取电价保障性政策支持; 2025 年将根据市场情况出售资产, 意向买家从央企拓宽到海外基金, 公司出售给沙电的项目将在上半年交割完成, 将增厚 2025 年上半年业绩。

➤ 择机回购, 稳定派息, 价值低估:

港交所公告显示, 2 月 28 日公司以每股 0.470 港元至 0.480 港元的价格回购 897.00 万股, 回购金额达 425.96 万港元。2025 年公司将根据市场情况择机回购, 预计回购力度要高于 2024 年; 公司派息率稳定在 30%-33% 左右。公司 2025 年动态 PE 约 3.8 倍, PB 约 0.4 倍, 仍处于估值洼地, 股息率约为 8.08%, 安全边际高。

➤ 维持买入评级, 目标价 0.78 港元:

我们更新公司盈利预测并更新目标价 0.78 港元, 相当于 2025 年和 2026 年 7 倍和 6 倍和 PE, 目标价较现价有 58% 上升空间, 维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业额	2,679	2,589	2,752	2,928	3,082
同比增长(%)	22.7%	-3.4%	6.3%	6.4%	5.3%
净利润	872	964	805	959	1,045
同比增长(%)	12.0%	10.5%	-16.5%	19.1%	9.0%
每股盈利 (分)	9.86	11.39	10.05	12.01	13.09
PE@0.495HKD	4.6	4.0	4.5	3.8	3.5
每股股息 (港元)	0.035	0.035	0.035	0.040	0.045
股息率	7.07%	7.07%	7.07%	8.08%	9.09%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2024 年盈利下降主要受电价及限电等综合因素影响：

2024 年公司实现收入为人民币 27.52 亿元，同比增长 6.31%；公司股东应占期内盈利为人民币 8.05 亿元，同比减少 16.46%；基本每股盈利为人民币 10.06 分，拟派末期股息每普通股 0.035 港元，派息率由 2023 年 27 提升至 32%。公司 2024 年盈利下降主要受电价下降，限电以及转让资产收益同比下降等综合因素所致。

项目储备充裕，2025 年计划新增投产 1GW，资本开支 40 亿元：

2024 年公司在全球范围内新获取风光投资项目 1,399MW，其中包括中国区域 720MW，其他国家 679MW。截至 2024 年底，在中国区域累计风光资源储备超 10.75GW，其中风电资源约 6.5GW、光伏资源约 4.25GW。

目前公司在建项目约 2GW，预计 2025 年资本开支为 40 亿。2025 年计划投产 1GW，其中上半年预计投产 50%，主要是去年延后的项目，将在 5 月中旬投产，力争 6 月前并网以获取电价保障性政策支持；2025 年将根据市场情况出售资产，意向买家从央企拓宽到海外基金，公司出售给沙电的项目将在上半年交割完成，将增厚 2025 年上半年业绩。

择机回购，稳定派息，价值低估：

港交所公告显示，2 月 28 日公司以每股 0.470 港元至 0.480 港元的价格回购 897.00 万股，回购金额达 425.96 万港元。2025 年公司将根据市场情况择机回购，预计回购力度要高于 2024 年；公司派息率稳定在 30%-33% 左右。

公司 2025 年动态 PE 约 3.8 倍，PB 约 0.4 倍，仍处于估值洼地，股息率约为 8.08%，安全边际高。

维持买入评级，目标价 0.78 港元：

我们更新公司盈利预测并更新目标价 0.78 港元，相当于 2025 年和 2026 年 7 倍和 6 倍和 PE，目标价较现价有 58% 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			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	13.88	512	10.7	30.3	22.0	13.4	1.3	1.3	1.2	1.1
	0968.HK	信义光能	HKD	3.57	324	7.7	0.0	12.3	10.0	1.0	1.0	0.9	0.9
	3868.HK	信义能源	HKD	1.01	85	8.5	0.0	8.2	7.3	0.6	0.6	0.6	0.6
平均						9.0	10.1	14.2	10.2	1.0	1.0	0.9	0.9
风电	2208.HK	金风科技	HKD	5.19	378	14.9	7.5	6.4	5.8	0.5	0.5	0.5	0.5
	0916.HK	龙源电力	HKD	6.09	1,077	7.3	7.4	6.6	5.8	0.7	0.6	0.6	0.6
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.31	168	5.5	6.5	5.8	5.2	0.8	9.7	9.7	9.7
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.76	256	6.5	6.1	4.8	4.3	0.7	0.6	0.6	0.6
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.38	102	4.9	-	-	-	0.8	-	-	-
平均						7.8	6.9	5.9	5.3	0.7	2.9	2.8	2.8
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.50	40	4.0	4.5	3.8	3.5	0.4	0.4	0.4	0.4

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

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
收入	2,679	2,589	2,752	2,928	3,082
经营成本	(1,084)	(1,183)	(1,236)	(1,288)	(1,325)
其他收入	60	105	184	50	50
行政费用	(426)	(404)	(344)	(347)	(351)
财务开支	(546)	(644)	(684)	(691)	(698)
应占联营公司利润	40	34	22	36	36
其他开支	318	404	32	400	400
税前盈利	1,154	1,049	867	1,175	1,280
所得税	(228)	(154)	9	(176)	(192)
少数股东应占利润	54	25	70	40	44
净利润	872	964	805	959	1,045
折旧及摊销	551	674	667	661	654
EBITDA	1,048	880	677	1,119	1,238
增长					
总收入 (%)	23%	-3%	6%	6%	5%
EBITDA (%)	30%	-16%	-23%	65%	11%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
现金	3,471	2,445	1,694	1,678	1,898
应收账款	1,370	1,416	1,649	1,566	1,488
存货	59	46	19	19	20
其他流动资产	1,765	3,079	4,782	1,911	1,912
流动资产	6,664	6,986	8,144	5,174	5,318
固定资产	14,877	17,759	17,248	17,420	17,595
其他固定资产	5,631	6,490	6,738	6,468	6,353
非流动资产	20,508	24,250	23,986	23,888	23,947
总资产	27,173	31,236	32,130	29,062	29,265
流动负债	6,517	6,879	7,940	4,802	4,322
应付帐款	1,263	1,672	589	530	477
短期银行贷款	979	973	925	832	749
其他短期负债	4,275	4,233	6,426	3,440	3,096
非流动负债	12,561	15,922	15,283	14,856	14,854
长期银行贷款	1,286	2,809	4,810	4,906	5,004
其他负债	11,275	13,113	10,474	9,950	9,850
总负债	19,078	22,801	23,224	19,658	19,176
少数股东权益	263	152	191	282	303
股东权益	7,832	8,283	8,715	9,122	9,786
每股账面值(元)	0.94	0.99	1.04	1.09	1.17
营运资金	148	108	204	371	996

财务分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	39%	34%	25%	38%	40%
净利率 (%)	33%	37%	29%	33%	34%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16%	16%	12%	12%	11%
实际税率 (%)	20%	15%	-1%	15%	15%
股息支付率 (%)	35%	31%	35%	33%	34%
库存周转	20	14	6	5	5
应付账款天数	84	131	123	117	112
应收账款天数	187	200	219	195	176
ROE (%)	11%	12%	9%	11%	11%
ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
财务状况					
净负债/股本	(0.2)	0.2	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.10	0.08	0.09	0.10	0.11
总资产/股本	3.47	3.77	3.69	3.19	2.99
收入对利息倍数	4.9	4.0	4.0	4.2	4.4

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,048	880	677	1,119	1,238
融资成本	3,077	917	1,409	879	437
营运资金变化	(1,599)	(40)	96	168	624
所得税	(127)	(176)	9	(176)	(192)
营运现金流	2,400	1,581	2,191	1,989	2,107
资本开支	(4,254)	(3,752)	(1,704)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	482	(836)	(311)	(272)	(237)
投资活动现金流	(3,772)	(4,588)	(2,015)	(1,472)	(1,437)
负债变化	936	1,660	0	300	300
股本变化	(56)	(4,845)	(4,208)	0	0
股息	(231)	(278)	(251)	(226)	(203)
其他融资活动	628	5,438	3,524	(616)	(554)
融资活动现金流	1,277	1,974	(935)	(541)	(457)
现金变化	(94)	(1,033)	(759)	(24)	213
期初持有现金	3,510	3,471	2,445	1,694	1,678
汇率变动	55	8	8	8	8
期末持有现金	3,471	2,445	1,694	1,678	1,898

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>