

2025年3月5日

协合新能源 (182.HK)

**公司动态分析**

证券研究报告

**保持高比例派息，筹备新加坡第二上市**

协合新能源近期公布 2024 年全年业绩，收入在新能源发电装机量推动下持续增长，发电业务期内贡献利润基本持平，但期内公司建成电站出售量同比减少，拖累公司净利润同比下降 16.5% 至 8.05 亿元人民币。公司同时宣布拟筹备新交所第二上市，利于海外业务发展及拓宽潜在融资渠道及融资者基础。公司重视股东回报，派息比例 32%，股息率达 7%。公司 2024 年 PE4.6 倍，行业内属较低，投资者可逢低布局。

**报告摘要**

**协合新能源 2024 年全年收入保持增长，派息比例 33%。**公司 2024 年收入同比增长 6.3% 至 27.5 亿元 RMB。期内公司已投运电站出售 50MW，对比 2023 年出售 102MW，公司的资产出售收入同比大幅下降。2024 年公司净利润同比下降 16.5% 至 8.05 亿元人民币。公司拟保持派息每股 0.035 港元，与去年持平，派息比率 32%，股息率达 7%。

**协合新能源 2025 年投产装机量预期 1GW。**2024 年底，公司持有的新能源发电装机为 4.6GW，同比增加 565MW。其中风电权益装机 3732MW，光伏权益装机 883MW。平价项目装机容量 3189MW，占 69.1%。公司在建项目 1996MW，其中约 1GW 将在 2025 年完成投产，全年涉及资本开支 40 亿人民币。

**限电等不利因素下，发电业务保持增长。**2024 年，公司发电业务经营面临多项挑战。公司风电及光伏项目的利用小时同比下降超过 10%。公司风电项目限电率达 9.5%，光伏项目限电率达 18.5%，限电对公司利润影响超过 2 亿。公司平均电价录得下滑，风电项目平均电价同比降 2.7%，光伏项目平均电价同比降 12.4%。在多项不利经营因素下，协合新能源电厂发电业务仍保持利润微增。2024 年协合新能源控股电厂权益发电量同比增长 25% 至 7515GWh。控股电厂发电收入同比增长 11.4% 至 25.2 亿元人民币。控股电厂及合联营电厂合计利润同比增 0.3% 至 9.56 亿元人民币。

**公司宣布将筹备新加坡第二上市。**公司寻求以介绍方式在新加坡证券交易所进行主板第二上市。一方面公司希望拓宽融资渠道及投资者基础；另一方面，公司总部位于新加坡，正在加大海外市场的新能源项目资源获取。我们认为从资本市场角度及业务拓展角度，新交所第二上市地位均利于公司未来发展。

**投资建议** 2024 年协合新能源收入同比增长 6.3% 至 27.5 亿元人民币，受到建成出售电站的交易周期影响，净利润同比下降 16.5% 至 8.05 亿元人民币。公司重视股东回报，持续有二级市场回购计划，2024 年全年派息维持 2023 年水平，派息比率超 30%，股息率 7%。我们认为公司新能源发电项目装机量持续增长，且市场交易电量占比已超 70%，海外市场有望持续获得优质项目落地，同时重视股东回报，股息率达 7%。公司目前估值为 2024 年 PE4.6 倍，在行业内属较低，投资者可逢低布局。

**风险提示：**限电风险；电价进一步下行；海外项目资源获取进度慢于预期。

电力

投资评级： 未有

6 个月目标价 未有

股价 2025-3-4 0.495 港元

总市值(百万港元)	3,951.11
流通市值(百万港元)	3,951.11
总股本(百万股)	7,982.04
流通股本(百万股)	7,982.04
12 个月低/高(港元)	0.45/0.73
平均成交(百万港元)	4.54

**股东结构**

管理团队	23.5%
华电新能源	11.0%
其他	65.5%
总共	100.0%

**股价表现**

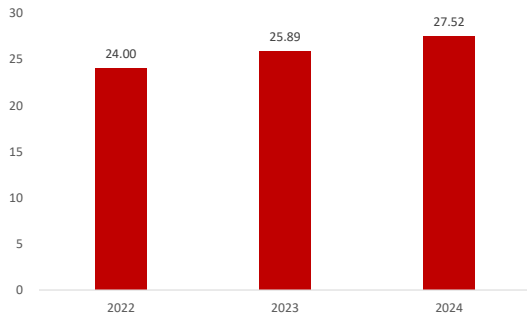
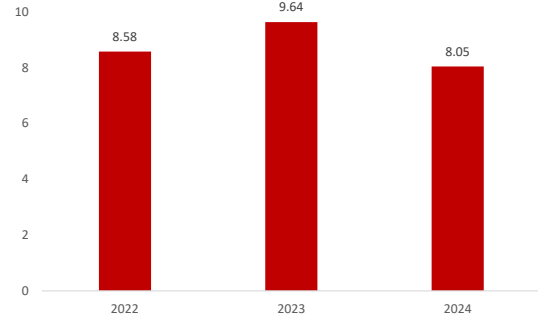

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.49	-17.34	-35.84
绝对收益	4.21	-4.81	-25.00

数据来源：彭博、港交所、公司

**罗璐 能源行业分析师**

+86 2213 1410

lilianluo@sdicsi.com.hk

**图表 1: 协合新能源年度收入(亿元)**

**图表 2: 协合新能源年度归母净利润(亿元)**


资料来源: 上市公司年报, 国证国际

资料来源: 上市公司年报, 国证国际

**图表3: 同业估值比较 - 港股上市发电企业**

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
<b>火电</b>																					
华能国际电力股份有限公司	902 HK Equity	99,602	4.38	12/2023	11.7	6.2	5.4	4.8	n/a	88.3	15.6	12.2	4.90	6.49	7.59	0.46	0.67	0.59	200.7	10.9	1.16
华润电力控股有限公司	836 HK Equity	93,291	18.02	12/2023	7.9	5.9	5.5	4.6	56.8	32.3	8.3	18.2	5.78	6.45	7.10	1.02	0.91	0.83	185.3	15.7	4.15
华电国际电力股份有限公司	1071 HK Equity	57,796	4.25	12/2023	11.2	7.4	6.5	6.3	n/a	51.8	13.4	2.8	2.06	5.74	6.67	0.99	0.87	0.79	274.3	10.0	2.27
大唐国际发电股份有限公司	991 HK Equity	45,572	1.45	12/2023	-ve E	6.2	5.9	n/a	n/a	n/a	4.5	n/a	0.56	n/a	n/a	0.92	n/a	n/a	620.0	4.3	0.96
中国电力国际发展有限公司	2380 HK Equity	37,234	3.01	12/2023	12.8	7.1	6.0	5.2	0.0	79.1	19.3	15.7	4.72	7.57	8.03	0.65	0.71	0.66	302.9	7.5	1.47
<b>绿电</b>																					
龙源电力集团股份有限公司	916 HK Equity	107,102	6.09	12/2023	7.7	7.3	6.5	5.7	26.2	6.1	11.8	13.2	3.94	3.79	4.11	0.70	0.64	0.60	173.5	7.5	2.21
新天绿色能源股份有限公司	956 HK Equity	25,294	3.71	12/2023	6.8	6.2	5.2	4.5	-3.8	9.4	20.3	13.9	6.22	6.40	7.55	0.70	0.63	0.58	179.4	10.5	2.74
中国大唐集团新能源股份有限公司	1798 HK Equity	16,293	2.24	12/2023	6.8	7.4	6.5	5.8	-23.5	-8.4	14.2	11.8	1.47	3.53	3.68	0.86	0.78	1.05	305.1	11.0	2.38
信义能源控股有限公司	3868 HK Equity	7,623	0.91	12/2024	9.5	7.3	6.5	6.1	-24.0	30.9	11.2	6.5	5.49	6.92	7.58	n/a	0.53	0.52	n/a	6.4	3.93
北京京能清洁能源电力股份有限公司	579 HK Equity	15,170	1.84	12/2023	4.5	5.1	4.2	n/a	1.6	-10.5	20.6	n/a	8.16	n/a	n/a	0.46	n/a	n/a	141.0	10.0	3.43
中国广核新能源控股有限公司	1811 HK Equity	10,038	2.34	12/2023	4.8	5.2	4.4	4.1	37.1	-7.1	19.0	5.8	5.21	4.65	5.65	0.84	0.81	0.72	364.0	16.4	3.07
协合新能源集团有限公司	182 HK Equity	3,951	0.485	12/2024	4.6	3.1	2.8	n/a	-2.4	49.1	10.0	n/a	7.07	9.29	10.15	n/a	0.40	0.37	n/a	11.7	3.12
平均					8.0	6.2	5.4	5.3													

 注: \*净负债比率为负数代表净现金  
 数据来源: 彭博

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010