

2025年8月11日
协合新能源 (182.HK)

融资成本下降，提升市场交易能力

协合新能源公布 2025H1 业绩，受行业影响，公司收入及利润期内均下降。公司致力适应市场变化，投资项目选择收益稳定，回报好的项目；提升自身市场交易能力，增厚利润；严控成本，把握低息窗口降低财务成本。公司目前估值对应 2025 年约 5 倍 PE，股息率高于 6%。属于高股息标的。

报告摘要

2025H1 公司净利润同比下降至 2.8 亿元。2025H1 公司收入同比下降 6.6%至 14 亿元人民币。其中，公司核心发电业务的收入同比略降 2.1%至 13.4 亿元人民币，主要由于期内公司权益发电量基本持平，而电价略降。期内风光资源同比下降，限电率提升，综合电价同比下降，停止出售的项目进行补提折旧，新投产项目开始计提折旧等多重因素，导致公司发电业务业绩同比降低 22.9%至 6.26 亿元人民币。2025H1 年公司净利润同比下降 44%至 2.8 亿元人民币。

受行业影响，2025H1 公司发电收入及利润下滑。2025H1 我国全社会用电量增长 3.7%，增速放缓 4.4 个百分点。2024 及 2025H1 新增可再生能源装机风电及光伏分别为 131.2GW 和 489GW，增长非常快。局部地区造成了电力供需宽松，电力系统调峰调频建设滞后，新能源电力消纳承压等问题，新能源发电的利用小时及平均电价出现下滑。协合新能源也受制于行业情况，2025H1 公司权益装机容量同比增长 18%至 4778MW。但风电及光伏项目的利用小时分别同比下降 6.4%及 19.4%。2025H1 公司权益发电量同比基本持平为 47.59 亿 KWh。公司平均电价录得下滑，风电及光伏项目平均电价同比降 4.8%及 9.2%。我们预期行业面临的问题将随着电力市场化进程推进，调峰调频等能力提升逐步缓解。

新增项目开发以质量为先，聚焦收益率稳定的高回报项目。2025 年 H1 公司新增装机 191MW 风电项目，并出售 28MW 风电项目。6 月底，公司新能源权益装机容量 4.778GW，其中风电 3844MW，占 80.5%；光伏 934MW，占 19.5%。平价项目装机容量 3380MW，占 70.7%。6 月底公司在建项目 1755MW，预期全年新增装机 1GW。期内公司获得项目指标为国内 600MW 风电项目，海外 152.5MW 光伏及 300MW 储能项目。我们认为未来公司可再生能源项目开发将重视质量，不盲目追求规模提升，聚焦于投资效率高和收益确定性强的项目。

顺应市场变化，提升市场交易能力。2025H1 国内电力市场化改革加速，各省正建立新能源可持续发展价格结算机制。公司顺应市场变化，提升市场交易能力：致力打造行业领先的交易团队及品牌，密切跟踪各地区电力市场化改革的政策动向，针对性优化电力交易策略，加强绿证销售推广，运用人工智能优化电力交易辅助系统，提升收益。2025H1 公司市场交易电量占比已达 76.2%，其中中长期占 57.7%，绿电交易占 13%，现货交易占 6.2%。绿电结算同比提升 26%至 4.24 亿 KWh，公司绿证交易均价超北交所均价 2 倍。

公司融资成本持续下降。期内公司平均融资成本再下降 35 个基点至 3.63%。公司新增贷款的平均融资成本为 3.15%。融资成本持续下行。2025H1 公司财务成本同比下降 7.4%至 3.15 亿元人民币。预期公司融资成本仍有下行空间。

投资建议 2025H1 公司收入同比降 6.6%至 14 亿元人民币，净利润同比降 43.8%至 2.8 亿元人民币。我们认为公司投资项目重视质量，且持续体提升市场交易能力，预期能较快适应市场变化。公司持续在二级市场回购股份。公司目前估值为 2025 年约 PE5 倍，假设公司维持 30%派息比例，对应股息率 6%以上。

风险提示：限电风险；电价进一步下行；优质项目资源获取慢于预期。

公司动态分析

证券研究报告

电力

投资评级：未有

6 个月目标价 未有

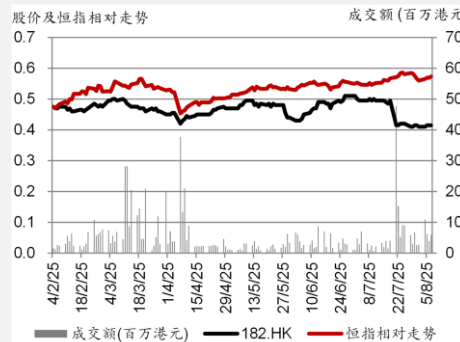
股价 2025-8-8 0.420 港元

总市值(百万港元)	3,308.63
流通市值(百万港元)	3,308.63
总股本(百万股)	7,877.68
流通股本(百万股)	7,877.68
12 个月低/高(港元)	0.395/0.64
平均成交(百万港元)	4.40

股东结构

管理团队	22.8%
华电新能源	11.2%
其他	66.0%
总共	100.0%

股价表现



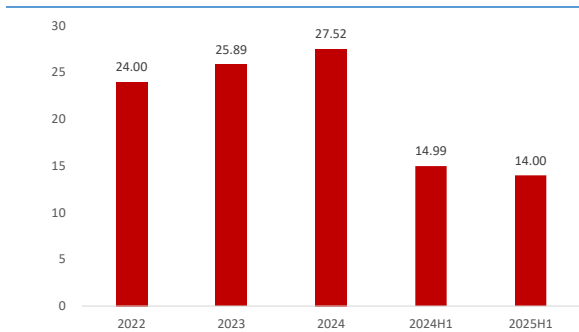
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.72	-26.81	-39.65
绝对收益	-16.00	-14.29	-28.81

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 能源行业分析师

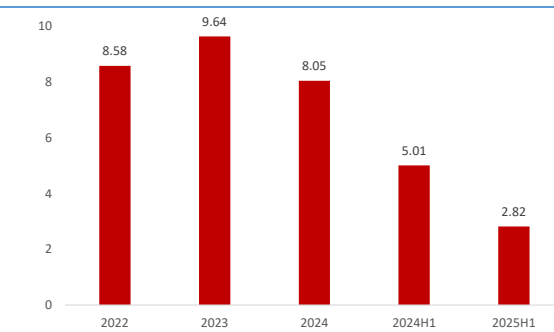
lilianluo@sdicsi.com.hk

图表 1：协合新能源收入(亿元)



资料来源：上市公司年报，国证国际

图表 2：协合新能源归母净利润(亿元)



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			
火电																					
华能国际电力股份有限公司	902 HK Equity	117,703	5.61	12/2024	11.2	6.8	6.5	5.9	31.4	64.6	4.4	9.6	5.27	6.78	6.95	0.56	0.71	0.67	200.4	17.9	2.08
华润电力控股有限公司	836 HK Equity	102,454	19.79	12/2024	6.7	6.7	6.2	5.8	29.7	-0.7	8.6	7.1	5.79	6.05	6.52	1.03	0.91	0.84	189.9	15.6	4.20
华电国际电力股份有限公司	1071 HK Equity	62,516	4.42	12/2024	8.8	7.0	6.5	6.1	29.3	25.5	8.3	5.9	3.21	6.28	6.77	0.94	0.62	0.59	247.5	11.3	2.61
大唐国际发电股份有限公司	991 HK Equity	58,718	2.05	12/2024	11.4	6.7	6.3	5.3	n/a	70.1	7.1	17.7	3.32	7.46	8.00	1.15	0.62	0.57	611.9	12.9	1.72
中国电力国际发展有限公司	2380 HK Equity	38,966	3.15	12/2024	9.2	8.2	7.0	6.0	41.9	12.4	16.5	18.3	5.62	6.28	6.90	0.65	0.71	0.68	347.7	7.1	1.20
核电																					
龙源电力集团股份有限公司	916 HK Equity	115,807	7.04	12/2024	8.4	7.8	7.2	6.6	-6.5	8.0	8.7	8.1	3.54	3.74	4.13	0.74	0.69	0.65	195.9	9.0	2.59
新天绿色能源股份有限公司	956 HK Equity	29,099	4.39	12/2024	10.0	6.6	6.3	5.7	-21.6	51.3	5.8	9.4	5.24	7.14	7.22	0.78	0.72	0.66	202.6	8.1	2.16
中国大唐集团新能源股份有限公	1798 HK Equity	16,875	2.32	12/2024	8.0	6.7	5.9	5.1	-14.1	19.8	13.6	16.7	2.83	4.47	4.71	0.81	0.74	0.67	349.7	10.5	2.19
信义能源控股有限公司	3868 HK Equity	10,313	1.22	12/2024	12.8	10.9	10.1	9.5	-15.9	17.3	8.0	6.6	4.59	4.67	4.92	0.82	0.78	0.72	63.6	6.6	3.88
北京京能清洁能源电力股份有限	579 HK Equity	20,117	2.44	12/2024	5.7	5.1	4.6	n/a	4.7	11.8	11.4	n/a	6.42	n/a	n/a	0.56	n/a	n/a	143.0	8.9	3.12
中国广核新能源控股有限公司	1811 HK Equity	10,510	2.45	12/2024	5.4	n/a	n/a	n/a	-7.4	n/a	n/a	n/a	4.63	n/a	n/a	0.83	n/a	n/a	384.0	15.7	2.91
协合新能源集团有限公司	182 HK Equity	3,309	0.42	12/2024	3.8	3.5	3.0	2.7	-2.4	10.3	17.1	7.7	8.33	10.67	11.71	0.35	0.33	0.31	164.8	6.8	1.79
平均					8.5	6.9	6.3	5.9													

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