

买入

美国数据中心业务开启估值重塑

协合新能源 (0182.HK)

2026-4-27 星期一

【投资要点】

目标价: **0.49 港元**

现价: **0.365 港元**

预计升幅: **34%**

重要数据

日期	2026-4-24
收盘价(港元)	0.365
总股本(亿股)	78.78
总市值(亿港元)	29
净资产(亿元)	87
总资产(亿元)	332
52周高低(港元)	0.52/0.23
每股净资产(元)	1.08

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 (23%)

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-20250304/0806

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 美国 660MW 光伏 PPA 锁定 15 年, 1GW 数据中心获并网许可

公司海外布局迎来标志性突破。2025 年, 公司与全球头部科技公司签署 660MW (直流侧) 固定电价光伏 PPA, 锁定 15 年收入端, 消除市场交易波动风险; 另有 394MW 光伏和 299MW 储能项目签署并网协议, 在美国德克萨斯州 (ERCOT 市场) 已累积超过 1GW 资源储备。4 月 16 日, 公司公告 1GW 容量数据中心完成大型负荷并网研究并获得 ERCOT 授予的并网许可, 数据中心毗邻集团现有公共事业规模光伏及储能项目, 可形成"光储+数据中心"同址供电模式, ERCOT 并网许可的稀缺性和价值不可忽视, 期待后续融资及数据中心 PPA 签约进展。

➤ 美国项目经济性显著优于国内, 盈利确定性有保障

美国项目单瓦投资成本约 1 美元, PPA 电价锁定 15 年; 考虑 ITC 税务抵扣后, 资本金内部收益率约 15%, 全投资收益率 10% 以上。融资结构方面, 项目融资可达到 80%-85% 债权比例 (无需公司层面担保), 自有资金仅需 15%-20%, 债务融资成本 6%-7%。组件和储能电池供应商均为国内头部企业, 预期首个美国光储项目有望 2027 年投产并贡献利润及现金流。

➤ 业务模式深度转型, 开启估值重塑

公司战略正发生根本性转变: 海外聚焦持有盈利确定性高的长期 PPA 资产, 国内走向轻资产化。2026 年国内新投产约 300MW, 以 2025 年开工项目收尾为主, 新项目基本不再重资产持有, 转为 BT 模式 (建完出售)。2025 年底确认 471MW (3 个风电+1 个光伏) 持有待售资产, 已装入与泰康保险合作设立的 18 亿元新能源产业私募基金, 2026 年 2 月签订正式股转协议, 资产确认处置收益约 7,754 万元。资产出售后公司仅持有 30% 股权并担任资产管理人, 可持续收取管理费和运营费。

➤ 给予“买入”评级, 更新目标价至 0.49 港元/股

我们更新公司目标价 0.49 港元/股, 分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7.9 倍 PE, 目标价较现价有 34% 的涨幅空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,752	2,544	2,130	1,818	2,181
变动(%)	6.3%	-7.6%	-16.3%	-14.7%	20.0%
归属股东净利润	805	140	418	427	462
变动(%)	-16.5%	-82.6%	199.2%	2.2%	8.2%
基本每股盈利(分)	10.05	1.78	5.31	5.43	5.87
市盈率@0.365 港元(倍)	3.2	18.0	6.0	5.9	5.5
每股股息(分)	3.50	0.30	1.82	1.86	2.01
股息现价比率(%)	9.59%	0.82%	4.98%	5.09%	5.50%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 美国 660MW 光伏 PPA 锁定 15 年，1GW 数据中心获并网许可

公司海外布局迎来标志性突破。2025 年，公司与全球头部科技公司签署 660MW（直流侧）固定电价光伏 PPA，锁定 15 年收入端，消除市场交易波动风险；另有 394MW 光伏和 299MW 储能项目签署并网协议，在美国德克萨斯州（ERCOT 市场）已累积超过 1GW 资源储备。

4 月 16 日，公司公告 1GW 容量数据中心完成大型负荷并网研究并获得 ERCOT 授予的并网许可，数据中心毗邻集团现有公共事业规模光伏及储能项目，可形成“光储+数据中心”同址供电模式，ERCOT 并网许可的稀缺性和价值不可忽视，期待后续融资及数据中心 PPA 签约进展。

➤ 美国项目经济性显著优于国内，盈利确定性有保障

美国项目单瓦投资成本约 1 美元，PPA 电价锁定 15 年；考虑 ITC 税务抵扣后，资本金内部收益率约 15%，全投资收益率 10% 以上。融资结构方面，项目融资可达到 80%-85% 债权比例（无需公司层面担保），自有资金仅需 15%-20%，债务融资成本 6%-7%。组件和储能电池供应商均为国内头部企业，预期首个美国光储项目有望 2027 年投产并贡献利润及现金流。

➤ 业务模式深度转型，开启估值重塑

公司战略正发生根本性转变：海外聚焦持有盈利确定性高的长期 PPA 资产，国内走向轻资产化。2026 年国内新投产约 300MW，以 2025 年开工项目收尾为主，新项目基本不再重资产持有，转为 BT 模式（建完出售）。

2025 年底确认 471MW（3 个风电+1 个光伏）持有待售资产，已装入与泰康保险合作设立的 18 亿元新能源产业私募基金，2026 年 2 月签订正式股转协议，资产确认处置收益约 7,754 万元。资产出售后公司仅持有 30% 股权并担任资产管理人，可持续收取管理费和运营费。

➤ 给予“买入”评级，更新目标价至 0.49 港元/股

我们更新公司目标价 0.49 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7.9 倍 PE，目标价较现价有 34% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20260424)

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2380.HK	中国电力	HKD	3.30	408	10.8	13.0	11.8	10.5	0.6	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.86	1,028	7.1	8.5	8.0	7.6	0.9	0.8	0.8	0.7
3868.HK	信义能源	HKD	1.20	102	9.1	9.0	8.9	8.5	0.7	0.6	0.6	0.6
2208.HK	金风科技	HKD	15.76	1,125	21.7	13.1	10.4	9.0	1.5	1.2	1.1	1.0
0916.HK	龙源电力	HKD	6.33	1,169	10.3	7.0	6.5	0.0	0.6	0.6	0.5	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.52	111	6.2	5.4	5.0	4.5	0.5	0.3	0.3	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.87	319	8.6	6.7	6.2	5.7	0.7	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.66	114	5.3	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
平均					9.9	9.0	8.1	6.5	0.8	0.7	0.7	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.365	29	18.0	6.0	5.9	5.5	0.3	0.2	0.2	0.2

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. 风电及光伏项目市场化交易电价下行
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
4. 海外项目进展不及预期

【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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,752	2,544	2,130	1,818	2,181
经营成本	(1,236)	(1,505)	(1,129)	(945)	(1,156)
其他收入	184	126	50	50	50
行政费用	(344)	(277)	(280)	(282)	(285)
财务开支	(684)	(634)	(640)	(646)	(653)
应占联营公司利润	22	(20)	36	36	36
其他开支	32	(46)	250	400	300
税前盈利	867	272	512	524	567
所得税	9	(116)	(77)	(79)	(85)
少数股东应占利润	70	17	17	18	19
净利润	805	140	418	427	462
折旧及摊销	667	661	654	648	641
EBITDA	677	139	412	437	492
增长					
总收入 (%)	6%	-8%	-16%	-15%	20%
EBITDA (%)	-23%	-79%	196%	6%	13%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	1,694	920	1,021	955	1,036
应收账款	1,649	1,595	1,515	1,439	1,367
存货	19	20	20	20	20
其他流动资产	4,782	4,241	1,744	1,750	1,756
流动资产	8,144	6,775	4,300	4,164	4,180
固定资产	17,248	19,474	19,669	19,865	20,064
其他固定资产	6,738	6,908	6,630	6,505	6,398
非流动资产	23,986	26,382	26,298	26,370	26,462
总资产	32,130	33,157	30,598	30,534	30,641
流动负债	7,940	6,648	4,209	3,788	3,409
应付帐款	589	352	317	285	257
短期银行贷款	925	945	851	766	689
其他短期负债	6426	5351	3041	2737	2463
非流动负债	15,283	17,856	17,455	17,426	17,401
长期银行贷款	4,810	4,777	4,873	4,970	5,069
其他负债	10,474	13,080	12,582	12,456	12,332
总负债	23,224	24,505	21,663	21,214	20,810
少数股东权益	191	136	268	280	295
股东权益	8,715	8,516	8,667	9,041	9,536
每股账面值(元)	1.04	1.02	1.04	1.08	1.14
营运资金	204	127	91	376	771

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	25%	5%	19%	24%	23%
净利率 (%)	29%	5%	20%	24%	21%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	12%	11%	13%	16%	13%
实际税率 (%)	-1%	15%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	35%	17%	30%	30%	30%
库存周转	6	5	6	8	6
应付账款天数	123	129	156	185	155
应收账款天数	219	229	260	289	229
ROE (%)	9%	2%	5%	5%	5%
ROA (%)	3%	0%	1%	1%	2%
财务状况					
净负债/股本	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
收入/总资产	0.09	0.08	0.07	0.06	0.07
总资产/股本	3.69	3.89	3.53	3.38	3.21
收入对利息倍数	4.0	4.0	3.3	2.8	3.3

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA	677	139	412	437	492
融资成本	1,551	1,176	1,144	830	726
营运资金变化	96	(77)	(36)	285	394
所得税	(133)	(116)	(77)	(79)	(85)
营运现金流	2,191	1,123	1,444	1,473	1,527
资本开支	(4,259)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	841	(138)	(116)	(96)	(79)
投资活动现金流	(3,418)	(1,338)	(1,316)	(1,296)	(1,279)
负债变化	2,771	300	800	500	500
股本变化	(4,208)	(968)	0	0	0
股息	(259)	(233)	(210)	(189)	(170)
其他融资活动	2,221	271	(627)	(564)	(508)
融资活动现金流	525	(630)	(37)	(253)	(178)
现金变化	(702)	(845)	91	(76)	70
期初持有现金	2,445	1,754	920	1,021	955
汇率变动	11	11	11	11	11
期末持有现金	1,754	920	1,021	955	1,036

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>