

买入

积极开发风电优质平价项目，竞争优势明显

协合新能源 (182. HK)

2020-04-07 星期二

投资要点

目标价: **0.4 港元**
 现价: 0.3 港元
 预计升幅: 33%

➤ **2019 年盈利 6.04 亿元人民币，同比增长 20.3%:**

2019 年公司实现收入 18.36 亿元人民币,同比增长 29.8%;毛利为 11.21 亿元,同比增长 29.4%;股东应占溢利为 6.04 亿元人民币,同比增长 20.3%。每股基本盈利为 7.22 分,拟派末期股息每股 0.025 港元。2019 年公司独资电厂表现良好,2019 独资风电厂发电量增长 36.6%;独资风电厂加权平均利用小时数为 2,277 小时,比全国平均水平 2,082 小时高 195 小时。

重要数据

| 日期 | 2020-04-06 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 0.3 |
| 总股本 (百万股) | 8,430 |
| 总市值 (百万港元) | 2,530 |
| 净资产 (百万元) | 5,969 |
| 总资产 (百万元) | 19,892 |
| 52 周高低 (港元) | 0.42/0.26 |
| 每股净资产 (元) | 0.7 |

数据来源: Wind、国元证券整理

➤ **2020 年 1 季度发电量同比微降 1.89%，2 季度将恢复正增长:**

公司 2020 年 3 月份风电发电量为 420.03GWh,同比增长 0.51%,3 月份总发电量 466.91GWh,同比微升 0.17%;2020 年 1 至 3 月份总发电量为 1,217.41GWh,同比微降 1.89%。1 季度发电量同比微降主要受疫情影响,随着 3 月国内复工复产进度的加快,发电量已经逐步回升,预计 2 季度将恢复正增长。

➤ **积极开发风电优质平价项目，竞争优势明显:**

未来公司将加大风电优质平价项目开发力度,把追求度电成本最低作为公司核心竞争力。2019 年新增投产总装机容量 386MW,权益装机容量 318MW;其中平价容量 149MW。公司 2019 年新增核准容量 886MW,其中平价项目共计 741MW,截至目前已核准项目共计 1,495.5MW,其中平价容量超过 60%。未来 3 年,公司目标每年新增 600-800MW 装机。公司通过用优质平价项目置换具有绿电补贴依赖的存量项目,有利改善现金流,优化负债结构,提高公司整体投资回报率。

➤ **更新目标价 0.4 港元，给予买入评级:**

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况,给予公司目标价 0.4 港元,相当于 2020 年 0.5 倍 PB 和 5 倍 PE,目标价较现价有 33% 上升空间,给予买入评级。

主要股东

ChinaWindPowerInvestmentLimited (13.42%)
 华电福新能源股份有限公司 (10.29%)

相关报告

更新报告-20190802

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

| 截止 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业额 (人民币百万元) | 1,414 | 1,836 | 1,848 | 2,188 | 2,444 |
| 变动 (%) | 36.5% | 29.8% | 0.7% | 18.4% | 11.7% |
| 净利润 (人民币百万元) | 502 | 604 | 614 | 741 | 855 |
| 变动 (%) | 151.2% | 20.3% | 1.6% | 20.8% | 15.3% |
| 每股盈利 (人民币分) | 5.88 | 7.22 | 7.22 | 8.72 | 10.05 |
| 市盈率@0.3 港元 (倍) | 4.7 | 3.8 | 3.8 | 3.1 | 2.7 |
| 每股股息 (港元) | 0.020 | 0.025 | 0.025 | 0.030 | 0.030 |
| 股息现价比率 (%) | 7.29% | 8.33% | 8.33% | 10.00% | 10.00% |

数据来源: 公司年报、国元证券整理

报告正文

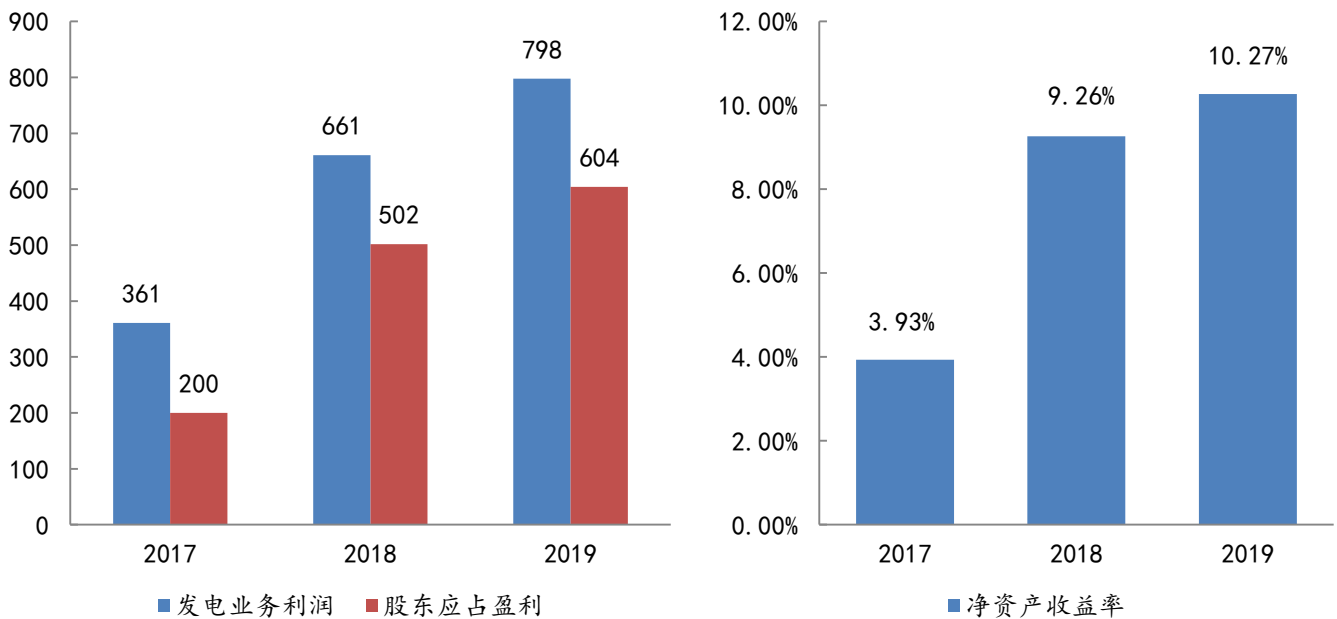
2019 年盈利 6.04 亿元人民币，同比增长 20.3%：

2019 年公司实现收入 18.36 亿元人民币,同比增长 29.8%;毛利为 11.21 亿元,同比增长 29.4%;股东应占溢利为 6.04 亿元人民币,同比增长 20.3%。每股基本盈利为 7.22 分,拟派末期股息每股 0.025 港元。

2019 年公司权益发电量同比增长 20.1%,独资电厂发电量同比增长 31.8%。其中风电权益发电量同比增长 21.5%,独资风电厂发电量增长 36.6%;光伏权益发电量同比增长 10.6%,独资光伏电厂发电量增长 11.0%。公司持有股权的风电厂加权平均利用小时数与去年同期基本持平,达 2,126 小时,其中,独资风电厂加权平均利用小时数为 2,277 小时,比全国平均水平 2,082 小时高 195 小时。

图 1: 公司发电业务利润和股东应占盈利 (百万元人民币)

图 2: 公司净资产收益率



资料来源: 公司公告、国元证券整理

资料来源: 公司公告、国元证券整理

2020 年 1 季度发电量同比微降 1.89%，2 季度将恢复正增长：

公司 3 月份风电发电量为 420.03GWh,同比增长 0.51%,2020 年 1 至 3 月份风电 1098.97GWh,同比微降 1.23%;3 月份太阳能发电量为 46.88GWh,同比微跌 2.74%,2020 年 1 至 3 月份为 118.44GWh,同比下降 7.61%。2020 年 3 月份总计发电量 466.91GWh,同比微升 0.17%;2020 年 1 至 3 月份总发电量为 1,217.41GWh,同比微降 1.89%。一季度受疫情影响,发电量同比微降符合市场预期,随着 3 月国内复工

复产进度的加快，发电量已经逐步回升，预计二季度发电量将恢复正增长。

积极开发风电优质平价项目，竞争优势明显：

未来公司将加大风电优质平价项目开发力度，把追求度电成本最低作为公司核心竞争力。2019 年新增投产总装机容量 386MW，权益装机容量 318MW；其中平价容量 149MW。公司 2019 年新增核准容量 886MW，其中平价项目共计 741MW，截至目前已核准项目共计 1,495.5MW，其中平价容量超过 60%。未来 3 年，公司目标每年新增 600-800MW 装机。公司通过用优质平价项目置换具有绿电补贴依赖的存量项目，有利改善现金流，优化负债结构，提高公司整体投资回报率。

给予买入评级，目标价 0.4 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 0.4 港元，相当于 2020 年 0.5 倍 PB 和 5 倍 PE，目标价较现价有 33% 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

表 1：行业相关公司估值

| H股风电行业 | | | | | PE | | | PB |
|--------|---------|-----|-------|--------|------|-------|-------|------|
| 名称 | 代码 | 货币 | 股价 | 市值 | TTM | 2020E | 2021E | MRQ |
| 龙源电力 | 916.HK | HKD | 3.80 | 305.38 | 6.33 | 5.85 | 5.17 | 0.58 |
| 华电福新 | 816.HK | HKD | 1.27 | 106.78 | 5.07 | 3.86 | 3.05 | 0.29 |
| 京能清洁能源 | 579.HK | HKD | 1.16 | 95.64 | 4.10 | N/A | N/A | 0.38 |
| 大唐新能源 | 1798.HK | HKD | 0.57 | 41.46 | 4.53 | N/A | N/A | 0.35 |
| 新天绿色能源 | 956.HK | HKD | 1.47 | 54.61 | 3.64 | 3.19 | 2.92 | 0.42 |
| 中广核新能源 | 1811.HK | HKD | 1.59 | 68.22 | 7.88 | N/A | N/A | 0.95 |
| 行业平均 | | | | | 5.26 | 4.30 | 3.71 | 0.50 |
| 协合新能源 | 182.HK | HKD | 0.300 | 25.29 | 3.80 | 3.80 | 3.15 | 0.38 |

资料来源：Wind、国元证券整理

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

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 1,414 | 1,836 | 1,848 | 2,188 | 2,444 |
| 经营成本 | (548) | (715) | (739) | (875) | (977) |
| 其他收入 | 31 | 32 | 50 | 50 | 50 |
| 行政费用 | (235) | (287) | (310) | (335) | (362) |
| 财务开支 | (301) | (385) | (389) | (393) | (396) |
| 应占联营公司利润 | 33 | 35 | 50 | 50 | 50 |
| 其他开支 | 47 | 105 | 50 | 30 | 30 |
| 税前盈利 | 530 | 652 | 659 | 796 | 918 |
| 所得税 | (16) | (39) | (40) | (48) | (55) |
| 少数股东应占利润 | 11 | 9 | 6 | 7 | 9 |
| 净利润 | 502 | 604 | 614 | 741 | 855 |
| 折旧及摊销 | 350 | 347 | 343 | 340 | 336 |
| EBITDA | 417 | 624 | 605 | 749 | 879 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 36% | 30% | 1% | 18% | 12% |
| EBITDA (%) | 201% | 49% | -3% | 24% | 17% |

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金 | 1,354 | 1,462 | 1,432 | 1,619 | 1,985 |
| 应收账款 | 715 | 613 | 582 | 553 | 525 |
| 存货 | 20 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 其他流动资产 | 1,478 | 2,937 | 767 | 770 | 774 |
| 流动资产 | 3,566 | 5,024 | 2,793 | 2,955 | 3,298 |
| 固定资产 | 10,297 | 9,222 | 9,314 | 9,408 | 9,502 |
| 其他固定资产 | 4,549 | 5,646 | 4,720 | 4,609 | 4,511 |
| 非流动资产 | 14,846 | 14,868 | 14,034 | 14,017 | 14,012 |
| 总资产 | 18,413 | 19,892 | 16,828 | 16,972 | 17,310 |
| 流动负债 | 3,464 | 4,308 | 2,864 | 2,578 | 2,320 |
| 应付帐款 | 1,000 | 1,082 | 973 | 876 | 789 |
| 短期银行贷款 | 3,751 | 2,821 | 2,878 | 2,935 | 2,994 |
| 其他短期负债 | (1287) | 405 | (987) | (1234) | (1462) |
| 非流动负债 | 9,402 | 9,615 | 7,697 | 7,706 | 7,717 |
| 长期银行贷款 | 3,751 | 2,821 | 2,878 | 2,935 | 2,994 |
| 其他负债 | 5,651 | 6,794 | 4,819 | 4,771 | 4,723 |
| 总负债 | 12,866 | 13,923 | 10,561 | 10,284 | 10,037 |
| 少数股东权益 | 29 | 26 | 188 | 201 | 218 |
| 股东权益 | 5,518 | 5,943 | 6,079 | 6,488 | 7,055 |
| 每股账面值(元) | 0.65 | 0.70 | 0.71 | 0.76 | 0.83 |
| 营运资金 | 103 | 716 | (71) | 378 | 978 |

财务分析

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| EBITDA 利率 (%) | 30% | 34% | 33% | 34% | 36% |
| 净利率 (%) | 36% | 33% | 33% | 34% | 35% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 17% | 16% | 17% | 15% | 15% |
| 实际税率 (%) | 3% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 股息支付率 (%) | 34% | 35% | 35% | 30% | 30% |
| 库存周转 | 14 | 7 | 6 | 6 | 5 |
| 应付账款天数 | 177 | 106 | 107 | 91 | 82 |
| 应收账款天数 | 184 | 122 | 115 | 92 | 78 |
| ROE (%) | 9% | 10% | 10% | 11% | 12% |
| ROA (%) | 3% | 3% | 3% | 4% | 5% |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 1.1 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 收入/总资产 | 0.08 | 0.09 | 0.11 | 0.13 | 0.14 |
| 总资产/股本 | 3.34 | 3.35 | 2.77 | 2.62 | 2.45 |
| 收入对利息倍数 | 4.7 | 4.8 | 4.8 | 5.6 | 6.2 |

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBITDA | 417 | 624 | 605 | 749 | 879 |
| 融资成本 | 356 | (262) | 1,187 | (14) | (152) |
| 营运资金变化 | 10 | 613 | (787) | 448 | 600 |
| 所得税 | (18) | (39) | (40) | (48) | (55) |
| 营运现金流 | 766 | 936 | 966 | 1,135 | 1,271 |
| 资本开支 | (2,311) | (1,500) | (1,500) | (1,500) | (1,500) |
| 其他投资活动 | 197 | (374) | (27) | (16) | (7) |
| 投资活动现金流 | (2,114) | (1,874) | (1,527) | (1,516) | (1,507) |
| 负债变化 | 283 | 900 | 900 | 900 | 900 |
| 股本变化 | (1,115) | (397) | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | (73) | (66) | (59) | (53) | (48) |
| 其他融资活动 | 2,589 | 603 | (316) | (285) | (256) |
| 融资活动现金流 | 1,684 | 1,041 | 524 | 562 | 596 |
| 现金变化 | 336 | 102 | (36) | 181 | 360 |
| 期初持有现金 | 1,011 | 1,354 | 1,462 | 1,432 | 1,619 |
| 汇率变动 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 期末持有现金 | 1,354 | 1,462 | 1,432 | 1,619 | 1,985 |

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”）制作，国元证券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，国元证券及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的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券的销售人员、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指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及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>