



## 中國 | 新能源

24 February 2026

## 協合新能源 (182 HK)

## 逆風重塑

## FY25 淨利按年預期下滑逾 80%

協合新能源發佈 FY25 盈利預警。FY25 淨利預期按年下滑逾 80%至人民幣 1.6 億元或以下，對比 FY24 約人民幣 8 億元。儘管盈利下降，FY25 經營活動產生的現金流較 FY24 按年增加，顯示集團現金流狀況相對穩定，並無資金鏈緊張風險。

## 去年風電 / 光伏資源偏弱且棄電率上升

FY25 年內，不利的氣象條件與電網層面的基礎設施約束疊加，為盈利下滑的主要原因之一。中國重點區域的風電與光伏資源明顯低於歷史均值，直接影響集團資產組合的總發電潛能；同時，部分省份受制於電網消納能力，棄風 / 棄光率上升進一步放大影響。另一方面，可再生能源定價環境自穩定的長期合約轉向競爭性的市場化交易，電力交易競爭加劇令平均綜合電價按年下行，擠壓集團毛利率。在市場化定價機制下，新能源運營商須更多在現貨（即時）市場競價，於高發電時段往往實現電價更低；隨全國裝機大幅擴張，該現象更為突出。

## 一次性補貼沖回與估值下調：非現金項拖累

FY25 盈利預警中最具影響的非現金項，或為對以往年度已確認的可再生能源補貼收入進行一次性部分沖回，起因於監管部門對歷史補貼合資格性與單證要求的口徑明確。FY25 業績亦受部分按公允價值計量之金融資產錄得虧損，以及長期股權投資減值所拖累。上述科目反映在全球競爭加劇與利率走高背景下，能源資產市場估值走低。隨行業邁向市場化定價，部分老項目的終值與預測現金流被下調。

## 維持「買入」評級，下調目標價至 HK\$0.45

截至 2025 年底，集團全職員工人數按年下降逾 30%，旨在降低固定成本並提升運營效率。憑藉龐大的技術數據與運維經驗，集團正由傳統資產自持與運營模式，轉型為技術驅動的綜合服務提供商。管理層表示，相關舉措已在資源偏弱年度下，於人員結構優化與設備可用率提升等方面見到初步成效。我們將 FY25 - FY27 預測下調 78% / 51% / 48%，並把目標價下調至 HK\$0.45；維持對該股的買入評級。

## 摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,589	2,752	2,250	2,659	2,985
毛利	1,406	1,516	1,215	1,436	1,612
淨利潤	964	805	159	405	476
按年增長	10.5%	-16.5%	-80.3%	155.6%	17.5%
每股盈利 (人民幣)	0.141	0.118	0.023	0.059	0.070
市盈率 (倍)	2.1	2.5	12.7	5.0	4.2
市賬率 (倍)	0.24	0.23	0.23	0.22	0.21
股息率 (%)	12.2	12.0	2.4	6.1	7.1
股東權益回報率 (%)	12.0	9.5	1.8	4.5	5.1
淨負債對股東權益比率 (%)	167	163	179	202	211

來源: 公司資料, Crosby Securities

## 買入

當前股價 (港元)*	0.30
目標價 (港元)	0.45
上升/下跌空間 (%)	52.5%
前次評級	買入
前次目標價	0.70
恒生指數	26,590.32
* 股價截至	24-Feb-26

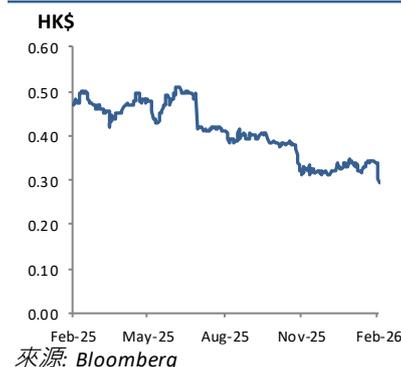
## 關鍵數據

股票代號	182 HK
總市值 (港元)	2,324
近3個月人均成交額	5.7
52周最高價 (港元)	0.52
52周最低價 (港元)	0.29
自由流通比率 (%)	62.3%
總股本 (百萬股)	7,877.7

## 股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-13.2%	-12.7%
3個月	-4.8%	-8.0%
6個月	-28.0%	-31.4%

## 股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip  
raymond.ip@crosby.com  
+852 3476 2928

圖 1 同業分析 (截至 2026 年 2 月 24 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)		FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	Hist		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,590			13.2	11.8	12.0	1.10	2.9	3.1	1.46	1.42	10.4	10.4		(0.6)	3.4	13.9
HSCEI		9,008			11.9	10.7	12.5	0.96	2.7	3.0	1.33	1.31	11.1	10.9		(1.7)	(0.8)	4.5
CSI300		4,708			16.8	14.4	14.9	1.13	2.3	2.6	1.82	1.79	10.2	10.8		0.1	5.8	18.6
<b>Sector Average</b>					<b>13.2</b>	<b>7.9</b>	<b>35.3</b>	<b>0.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>4.8</b>	<b>6.6</b>	<b>2.3</b>	<b>(4.0)</b>	<b>2.2</b>	<b>24.3</b>
<b>Sector Median</b>					<b>7.7</b>	<b>6.6</b>	<b>14.5</b>	<b>0.6</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>7.4</b>	<b>8.1</b>	<b>3.6</b>	<b>(2.9)</b>	<b>0.5</b>	<b>8.4</b>
China Longyuan-H	916 HK	7.21	14,706	12.1	8.6	7.9	9.0	0.96	3.4	3.8	0.71	0.69	8.2	8.1	4.3	1.0	4.5	14.6
Goldwind Scien-H	2208 HK	14.46	14,500	85.0	16.6	12.1	27.9	0.59	1.8	2.5	1.40	1.32	6.8	8.2	2.6	(14.7)	20.6	186.9
Xinyi Solar Hlds	968 HK	3.63	4,245	25.3	33.0	17.5	57.5	0.57	1.5	2.6	0.99	1.09	(0.4)	4.0	1.3	1.1	15.6	6.8
China Suntien-H	956 HK	4.14	3,703	3.1	6.8	5.8	11.7	0.58	6.3	7.5	0.68	0.67	7.9	9.4	3.5	7.0	(7.2)	10.1
China Datang C-H	1798 HK	1.97	1,832	3.8	6.1	5.4	12.7	0.48	5.0	5.5	0.63	0.61	9.6	9.1	3.7	(5.3)	(12.4)	(5.7)
Jncec-H	579 HK	2.32	2,445	1.2	4.9	4.7	8.9	0.55	8.8	9.3	0.49	0.48	8.9	N/A	4.7	(0.4)	(1.7)	19.6
Xinte Energy C-H	1799 HK	7.36	1,346	1.4	26.8	7.4	137.9	0.19	9.3	1.0	0.28	0.28	(9.6)	(1.0)	(5.8)	(7.2)	2.8	1.5
Concord Ne	182 HK	0.30	297	0.7	2.7	2.2	16.4	0.17	13.9	15.8	0.23	0.22	6.8	8.1	3.7	(13.2)	(4.8)	(39.2)

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

## 摘要財務

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Profit &amp; Loss (RMBm)</b>					
Power generation	2,259	2,516	2,014	2,400	2,700
YoY%	6.9	11.4	(20.0)	19.2	12.5
O&M / EPC & Others	329	236	236	260	286
YoY%	15.0	(28.3)	(0.0)	10.0	10.0
<b>Turnover</b>	<b>2,589</b>	<b>2,752</b>	<b>2,250</b>	<b>2,659</b>	<b>2,985</b>
YoY%	7.8	6.3	(18.2)	18.2	12.3
COGS	-1,183	-1,236	-1,035	-1,223	-1,373
<b>Gross profit</b>	<b>1,406</b>	<b>1,516</b>	<b>1,215</b>	<b>1,436</b>	<b>1,612</b>
Margin	54.3%	55.1%	54.0%	54.0%	54.0%
Selling & distribution	-6	-14	-16	-16	-18
Admin	-404	-344	-394	-399	-448
R&D	0	0	0	0	0
Other opex	0	0	0	0	0
<b>Total opex</b>	<b>-411</b>	<b>-358</b>	<b>-409</b>	<b>-415</b>	<b>-466</b>
YoY%	18.2	(12.9)	14.5	1.3	12.3
<b>Operating profit</b>	<b>995</b>	<b>1,158</b>	<b>805</b>	<b>1,021</b>	<b>1,146</b>
Margin	38.4%	42.1%	35.8%	38.4%	38.4%
Other income / (exp)	508	215	51	136	132
Finance costs	-644	-684	-672	-731	-796
Associates' income	190	178	102	140	161
Pre-tax profit	1,049	867	286	566	643
Tax	-154	9	-57	-91	-97
<b>Profit after tax</b>	<b>895</b>	<b>876</b>	<b>229</b>	<b>476</b>	<b>547</b>
Margin	34.6%	31.8%	10.2%	17.9%	18.3%
Discontinued operations	94	0	0	0	0
Minority Interest	-25	-70	-70	-70	-70
<b>Net profit</b>	<b>964</b>	<b>805</b>	<b>159</b>	<b>405</b>	<b>476</b>
YoY%	10.5	(16.5)	(80.3)	155.6	17.5
Margin	37.2%	29.3%	7.0%	15.2%	16.0%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
<b>Adj. profit</b>	<b>964</b>	<b>805</b>	<b>159</b>	<b>405</b>	<b>476</b>
YoY%	10.5	(16.5)	(80.3)	155.6	17.5
Margin	37.2%	29.3%	7.0%	15.2%	16.0%
<b>EBITDA</b>	<b>2,236</b>	<b>2,266</b>	<b>1,570</b>	<b>1,980</b>	<b>2,208</b>
YoY%	7.3	1.3	(30.7)	26.1	11.5
Margin	86.4%	82.3%	69.8%	74.5%	74.0%
<b>Fully diluted EPS (RMB)</b>	<b>0.141</b>	<b>0.118</b>	<b>0.023</b>	<b>0.059</b>	<b>0.070</b>
YoY%	10.5	(16.5)	(80.3)	155.6	17.5
<b>DPS (RMB)</b>	<b>0.036</b>	<b>0.035</b>	<b>0.007</b>	<b>0.018</b>	<b>0.021</b>
YoY%	(5.9)	(1.7)	(80.3)	155.6	17.5
<b>Cash Flow (RMBm)</b>					
Operating profit	995	1,158	805	1,021	1,146
Dep. & Amort.	733	893	713	823	930
Chg in working cap	-88	125	650	-717	289
Others	117	148	40	130	130
<b>Cash from operations</b>	<b>1,757</b>	<b>2,324</b>	<b>2,209</b>	<b>1,258</b>	<b>2,495</b>
Tax paid	-176	-133	-57	-91	-97
<b>Net cash from operations</b>	<b>1,581</b>	<b>2,191</b>	<b>2,151</b>	<b>1,167</b>	<b>2,398</b>
YoY%	(34.1)	38.6	(1.8)	(45.8)	105.5
Capex	-4,682	-4,573	-3,300	-3,300	-3,300
Investments	-3,126	-2,511	0	0	0
Disposal of assets	3,210	2,551	0	0	0
Interest received	31	41	11	6	2
Others	-21	1,073	102	140	161
<b>Net cash from investments</b>	<b>-4,588</b>	<b>-3,418</b>	<b>-3,187</b>	<b>-3,154</b>	<b>-3,137</b>
Issue/ buyback of shares	-301	-68	0	0	0
Interest paid	-733	-708	-672	-731	-796
Dividends paid	-278	-259	-48	-122	-144
Net change in debt	4,040	1,615	1,529	1,550	1,903
Others	-754	-54	0	0	0
<b>Net cash from financing</b>	<b>1,974</b>	<b>525</b>	<b>809</b>	<b>697</b>	<b>963</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>-1,033</b>	<b>-702</b>	<b>-226</b>	<b>-1,290</b>	<b>225</b>
Adjustments	8	-49	0	0	0
Opening cash	3,471	2,445	1,694	1,468	177
<b>Closing cash</b>	<b>2,445</b>	<b>1,694</b>	<b>1,468</b>	<b>177</b>	<b>402</b>
<b>FCF</b>	<b>-3,101</b>	<b>-2,382</b>	<b>-1,149</b>	<b>-2,133</b>	<b>-902</b>
YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司資料, Crosby Securities

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Balance Sheet (RMBm)</b>					
Fixed assets	17,759	17,248	19,914	22,478	24,944
Associates & JCE	2,841	2,909	2,909	2,909	2,909
Goodwill & intangibles	716	660	581	493	397
Deferred tax assets	47	61	61	61	61
Others	2,886	3,108	3,108	3,108	3,108
<b>Non-current assets</b>	<b>24,250</b>	<b>23,986</b>	<b>26,572</b>	<b>29,049</b>	<b>31,419</b>
Inventories	46	19	50	50	50
Trade & bills receivables	1,416	1,649	1,550	1,600	1,100
Prepayments, deposits & others	995	994	1,004	1,014	700
Investments	0	0	0	0	0
Cash	2,445	1,694	1,468	177	402
Others	2,084	3,788	3,314	3,319	3,323
<b>Current assets</b>	<b>6,986</b>	<b>8,144</b>	<b>7,386</b>	<b>6,161</b>	<b>5,755</b>
<b>Total assets</b>	<b>31,236</b>	<b>32,130</b>	<b>33,958</b>	<b>35,210</b>	<b>36,995</b>
Trade & bills payables	1,672	589	707	565	452
Accruals & other payables	3,084	2,552	2,552	2,042	1,633
Tax payable	138	51	51	51	51
Bank loans	1,869	2,092	2,301	2,531	2,785
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	115	2,656	2,656	2,656	2,656
<b>Current liabilities</b>	<b>6,879</b>	<b>7,940</b>	<b>8,267</b>	<b>7,846</b>	<b>7,577</b>
Bank loans	14,666	14,106	15,426	16,746	18,396
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	58	20	20	20	20
Others	1,199	1,158	1,158	1,158	1,158
<b>Non-current liabilities</b>	<b>15,922</b>	<b>15,283</b>	<b>16,603</b>	<b>17,923</b>	<b>19,573</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>22,801</b>	<b>23,224</b>	<b>24,871</b>	<b>25,769</b>	<b>27,151</b>
<b>Total net assets</b>	<b>8,435</b>	<b>8,906</b>	<b>9,087</b>	<b>9,441</b>	<b>9,844</b>
Share capital	73	68	68	68	68
Reserves	8,210	8,647	8,757	9,040	9,373
<b>Shareholder's equity</b>	<b>8,283</b>	<b>8,715</b>	<b>8,826</b>	<b>9,109</b>	<b>9,441</b>
Minority interests	152	191	262	332	403
<b>Total Equity</b>	<b>8,435</b>	<b>8,906</b>	<b>9,087</b>	<b>9,441</b>	<b>9,844</b>
Total debts	16,535	16,198	17,727	19,277	21,180
<b>Net cash/(debts)</b>	<b>-14,090</b>	<b>-14,504</b>	<b>-16,259</b>	<b>-19,100</b>	<b>-20,778</b>
<b>BVPS (RMB)</b>	<b>1.209</b>	<b>1.272</b>	<b>1.288</b>	<b>1.330</b>	<b>1.378</b>
<b>Key ratios</b>					
<b>Margins (%)</b>					
Gross margin	54.3	55.1	54.0	54.0	54.0
EBITDA margin	86.4	82.3	69.8	74.5	74.0
EBIT margin	38.4	42.1	35.8	38.4	38.4
Net margin	37.2	29.3	7.0	15.2	16.0
Net margin (Core profit)	37.2	29.3	7.0	15.2	16.0
Effective tax rate (%)	17.9	N/A	31.1	21.3	20.0
Selling exp as % of rev	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6
Admin exp as % of rev	15.6	12.5	17.5	15.0	15.0
R&D exp as % of rev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other opex as % of rev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total opex as % of rev	15.9	13.0	18.2	15.6	15.6
Interest coverage (x)	1.5	1.7	1.2	1.4	1.4
Dividend payout (%)	25.6	30.2	30.2	30.2	30.2
<b>Balance sheet ratios</b>					
Inventory days	16	10	12	15	13
Acct. rec. days	196	203	259	216	165
Acct. payable days	453	334	229	190	135
<b>Cash cycle</b>	<b>-240</b>	<b>-121</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>43</b>
<b>Net debt/equity (%)</b>	<b>167.0</b>	<b>162.8</b>	<b>178.9</b>	<b>202.3</b>	<b>211.1</b>
Net debt/total cap (%)	62.6	62.0	64.1	66.9	67.9
Current ratio (x)	1.02	1.03	0.89	0.79	0.74
<b>Returns (%)</b>					
Asset turnover (x)	0.09	0.09	0.07	0.08	0.08
Financial leverage (x)	3.62	3.73	3.77	3.86	3.89
EBIT margin (%)	65.4	56.3	42.6	48.8	48.2
Interest burden (x)	0.62	0.56	0.30	0.44	0.45
Tax burden (x)	0.92	0.93	0.55	0.72	0.74
<b>ROE (%)</b>	<b>12.0</b>	<b>9.5</b>	<b>1.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.1</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>

## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及 / 或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及 / 或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及 / 或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY)：** 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL)：** 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL)：** 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB)：** 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：** 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議：** 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR)：** 沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR)：** 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



## 一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

**此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。**