

### 聯合光伏 (686 HK, HK\$0.90, 目標價: HK\$1.49, 買入) — 光伏行業領跑者

- ❖ **領先的光伏投資運營商。**聯合光伏是一家專注于太陽能發電站的投資運營商。自2013年起，公司以電站資產併購開始展開了光伏投資，并跳過電站開發週期，取得了高速的產能擴張。公司2013年收購了4個項目，獲得了133兆瓦裝機容量，隨後加速擴張，于2014年末擁有15個項目合計裝機容量517兆瓦。我們預計聯合光伏的裝機容量將在2015年末增長至1,343兆瓦，2013-15年電站資產復合增長率高達218%。
- ❖ **強大的融資能力和豐富的項目儲備。**光伏電站項目需要巨額的資本投入。在擁有招商新能源和招商局作為國企控股股東的支持下，聯合光伏透過發行超過13.5億（人民幣，下同）的可換股債券，以及獲取條件優厚的銀行貸款展示了其強大的融資能力。公司同時也與行業領先的光伏電站開發企業，國企項目公司以及光伏電站發展組織形成了戰略合作夥伴關係，鎖定了長遠發展的項目儲備。2015年到目前為止，公司已宣佈了1.43吉瓦的收購及開發計劃，并握有超過27吉瓦的項目合作協議。
- ❖ **收入強勁增長，運營利潤率可獲提高。**得益於電站資產的快速擴張，公司2014年收入增長1,289%。我們預計2015年收入將增長83%至7.6億元，隨後在2016和2017年分別增加至18.9億和24.6億元，按年增長146%和30%。我們預計息稅前利潤率將從2014年的31%增長至2015年的52%，并于2016年以後上升到60%以上，主要歸因於公司資產增速相對較快於折舊、穩定的維護成本、以及員工福利支出佔收入比例降低。
- ❖ **高負債率可能致擴張速度放緩。**聯合光伏電站資產高速增長的同時也伴隨著資產負債率的快速提升。我們預測2015年資產負債率比率將上升至85%，同時淨財務槓桿率也快速上升至446%。高負債下的擴張無法長期持續，新一輪的電站容量增長速度將取決於公司何時能把槓桿率降至更加健康水平。
- ❖ **首次覆蓋給予評級買入。**基於貼現現金流估值，我們估測聯合光伏股價為1.65港元。我們預測2016年每股收益為人民幣0.114元，參考2016年港股行業平均9.6倍PE，我們估算股價公允值為1.34港元。基於上述兩種估值方法，我們給予目標價1.49港元，首次覆蓋給予評級買入。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(人民幣百萬)	414	766	1,886	2,458
淨利潤(人民幣百萬)	289	688	541	560
每股收益(人民幣元)	0.07	0.15	0.11	0.12
每股收益變動(%)	N/A	68	(25)	4
市盈率(x)	10.5	4.9	6.7	6.2
市帳率(x)	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
權益收益率(%)	20	32	20	17
淨財務槓桿率(%)	185	446	585	640

來源:公司,招銀國際預測

#### 聯合光伏 (686HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.90
目標價	HK\$1.49
市值(港幣百萬)	4,267
過去3月平均交易(港幣百萬)	14.2
52周高/低(港幣)	1.61/0.58
發行股數(百萬)	4,741
主要股東	招商新能源(24.1%)

來源:彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1月	21.9%	17.1%
3月	-11.0%	-0.2%
6月	-25.8%	-8.7%

來源:彭博

#### 過去一年股價



來源:彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>414</b>	<b>766</b>	<b>1,886</b>	<b>2,458</b>
電力銷售	160	230	566	738
電價調整	254	536	1,320	1,721
已耗材料成本	(35)	-	-	-
政府補貼	-	0	-	-
運營成本	(106)	(191)	(318)	(389)
<b>息稅折舊前利潤</b>	<b>273</b>	<b>575</b>	<b>1,568</b>	<b>2,070</b>
折舊及攤銷	(144)	(179)	(417)	(612)
<b>運營利潤</b>	<b>129</b>	<b>396</b>	<b>1,152</b>	<b>1,458</b>
其它調整	497	612	81	59
淨融資成本	(144)	(330)	(664)	(944)
少數股東權益	15	(6)	(6)	10
<b>所得稅前利潤</b>	<b>497</b>	<b>671</b>	<b>562</b>	<b>583</b>
所得稅費用	0	-	-	-
已終止虧損業務	(199)	-	-	-
少數股東權益	(8)	(16)	(21)	(23)
<b>淨利潤</b>	<b>289</b>	<b>655</b>	<b>541</b>	<b>560</b>
<b>核心利潤</b>	<b>(8)</b>	<b>43</b>	<b>460</b>	<b>501</b>

來源：公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>6,316</b>	<b>13,193</b>	<b>18,780</b>	<b>23,874</b>
土地使用權	0	0	0	0
物業、廠房及設備	4,581	10,690	15,683	20,229
投資物業	-	-	-	-
無形資產	989	764	764	764
聯營公司投資	291	295	289	299
其它應收賬款、按金及預付款	454	1,181	1,733	2,235
按公允值計入損益之金融資產	-	262	310	346
<b>流動資產</b>	<b>852</b>	<b>1,924</b>	<b>2,751</b>	<b>3,459</b>
現金及現金等價物	213	341	274	333
受限制現金	18	261	231	244
已抵押銀行存款	61	-	-	-
存貨	1	1	-	-
應收賬款及電價調整款項	363	919	1,715	2,239
其它應收賬款、按金及預付款	101	208	306	394
應收聯營公司款項	18	18	18	18
按公允值計算損益之金融資產	76	175	207	231
<b>流動負債</b>	<b>2,268</b>	<b>3,194</b>	<b>2,876</b>	<b>7,039</b>
其它應付款項及應計費用	1,678	1,738	1,540	1,624
應付聯營公司款項	30	45	45	45
可換股債券	-	756	-	3,349
銀行及其他借款	504	616	1,252	1,982
按公允值計入損益之金融負債	56	39	39	39
<b>非流動負債</b>	<b>3,416</b>	<b>9,654</b>	<b>15,824</b>	<b>16,881</b>
可換股債券	826	3,349	4,928	1,580
銀行及其它借款	1,627	5,542	10,130	14,533
應付或有對價	697	480	480	480
以現金結算以股份為基礎之付款	16	20	22	25
遞延政府補助	4	4	4	4
遞延稅項負債	246	260	260	260
<b>少數股東權益</b>	<b>44</b>	<b>145</b>	<b>166</b>	<b>189</b>
<b>淨資產</b>	<b>1,440</b>	<b>2,124</b>	<b>2,664</b>	<b>3,225</b>
<b>股東總權益</b>	<b>1,440</b>	<b>2,124</b>	<b>2,664</b>	<b>3,225</b>

來源：公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>稅前利潤</b>	<b>497</b>	<b>671</b>	<b>562</b>	<b>583</b>
折舊及攤銷	144	179	417	612
融資成本	144	330	664	944
運營資本變動	(144)	(702)	(1,125)	(553)
稅務開支	-	-	-	-
其它	(495)	(625)	(566)	(547)
已終止虧損業務	76	-	-	-
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>222</b>	<b>(146)</b>	<b>(48)</b>	<b>1,039</b>
資本開支	(1,078)	(6,287)	(5,410)	(5,158)
聯營公司投資	(4)	(5)	6	(10)
其它	170	(495)	-	-
已總之虧損業務	(16)	-	-	-
<b>投資活動所得現金流</b>	<b>(929)</b>	<b>(6,787)</b>	<b>(5,404)</b>	<b>(5,168)</b>
股票發行	639	30	-	-
債務變動	390	7,305	6,048	5,133
融資成本	(130)	(330)	(664)	(944)
股息	-	-	-	-
其它	(24)	-	-	-
已終止虧損業務	(63)	-	-	-
<b>融資活動所得現金流</b>	<b>811</b>	<b>7,005</b>	<b>5,384</b>	<b>4,189</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>104</b>	<b>71</b>	<b>(68)</b>	<b>60</b>
年初現金及等價物	109	270	341	273
外匯差異	0	-	-	-
年末現金及等價物	213	341	273	333
已抵押銀行存款	(61)	-	-	-
受限制現金	(18)	(261)	(231)	(244)
<b>資產負債表現金</b>	<b>292</b>	<b>601</b>	<b>504</b>	<b>577</b>

來源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售收入結構 (%)</b>				
電力銷售	38.7	30.0	30.0	30.0
電價調整	61.3	70.0	70.0	70.0
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>利潤指標 (%)</b>				
毛利	31.2	51.7	61.1	59.3
稅前利潤	120.1	87.6	29.8	23.7
淨利潤	69.9	85.5	28.7	22.8
核心利潤	(1.9)	5.6	24.4	20.4
有效稅率	-	-	-	-
<b>增長 (%)</b>				
收入	1,289.0	46.1	146.3	30.3
息稅折舊前利潤	66.2	172.9	32.0	34.0
稅前利潤	142.2	190.7	26.6	36.1
淨利潤	N/A	78.6	(17.4)	3.6
核心利潤	N/A	N/A	971.6	9.0
<b>資產負債比率</b>				
流動比率(x)	0.4	0.6	1.0	0.5
應收賬款周轉天數	409.6	537.6	391.0	391.0
應付賬款周轉天數	4,353.9	3,322.3	1,769.7	1,524.8
總負債/總權益 (%)	179.6	425.7	558.4	611.2
<b>回報率 (%)</b>				
資本回報率	20.1	30.8	20.3	17.4
資產回報率	4.0	4.3	2.5	2.0
<b>每股數據</b>				
每股利潤（人民幣）	0.07	0.14	0.11	0.12
每股利息（人民幣）	-	-	-	-
每股淨值（人民幣）	0.35	0.47	0.56	0.68

來源：公司、招銀國際預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

商號的財務權益及商務關係：招商局集團(即招商銀行主要股東)擁有公司的財務權益，而本研究報告所評論的是涉及該公司的證券，且該等權益的合計總額相等於或高於發行人的市場資本值的 1%。