

联合光伏 (686 HK, HK\$0.90, 目标价: HK\$1.49, 买入) — 光伏行业领跑者

- ❖ **领先的光伏投资运营商。**联合光伏是一家专注于太阳能发电站的投资运营商。自2013年起,公司以电站资产并购开始展开了光伏投资,并跳过电站开发周期,取得了高速的产能扩张。公司2013年收购了4个项目,获得了133兆瓦装机容量,随后加速扩张,于2014年末拥有15个项目合计装机容量517兆瓦。我们预计联合光伏的装机容量将在2015年末增长至1,343兆瓦,2013-15年电站资产复合增长率高达218%。
- ❖ **强大的融资能力和丰富的项目储备。**光伏电站项目需要巨额的资本投入。在拥有招商新能源和招商局作为国企控股股东的支持下,联合光伏透过发行超过13.5亿(人民币,下同)的可换股债券,以及获取条件优厚的银行贷款展示了其强大的融资能力。公司同时也与行业领先的光伏电站开发企业,国企项目公司以及光伏电站发展组织形成了战略合作伙伴关系,锁定了长远发展的项目储备。2015年到目前为止,公司已宣布了1.43吉瓦的收购及开发计划,并拥有超过27吉瓦的项目合作协议。
- ❖ **收入强劲增长,运营利润率可获提高。**得益于电站资产的快速扩张,公司2014年收入增长1,289%。我们预计2015年收入将增长83%至7.6亿元,随后在2016和2017年分别增加至18.9亿和24.6亿元,按年增长146%和30%。我们预计息税前利润率将从2014年的31%增长至2015年的52%,并于2016年以后上升到60%以上,主要归因于公司资产增速相对较快于折旧、稳定的维护成本、以及员工福利支出占收入比例降低。
- ❖ **高负债率可能致扩张速度放缓。**联合光伏电站资产高速增长的同时也伴随着资产负债率的快速提升。我们预测2015年资产负债率比率将上升至85%,同时净财务杠杆率也快速上升至446%。高负债下的扩张无法长期持续,新一轮的电站容量增长速度将取决于公司何时能把杠杆率降至更加健康水平。
- ❖ **首次覆盖给予评级买入。**基于贴现现金流估值,我们估测联合光伏股价为1.65港元。我们预测2016年每股收益为人民币0.114元,参考2016年港股行业平均9.6倍PE,我们估算股价公允价值为1.34港元。基于上述两种估值方法,我们给予目标价1.49港元,首次覆盖给予评级买入。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(人民币百万)	414	766	1,886	2,458
净利润(人民币百万)	289	688	541	560
每股收益(人民币元)	0.07	0.15	0.11	0.12
每股收益变动(%)	N/A	68	(25)	4
市盈率(x)	10.5	4.9	6.7	6.2
市帐率(x)	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
权益收益率(%)	20	32	20	17
净财务杠杆率(%)	185	446	585	640

来源:公司,招银国际预测

联合光伏 (686HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.90
目标价	HK\$1.49
市值(港币百万)	4,267
过去3个月平均交易(港币百万)	14.2
52周高/低(港币)	1.61/0.58
发行股数(百万)	4,741
主要股东	招商新能源(24.1%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	21.9%	17.1%
3月	-11.0%	-0.2%
6月	-25.8%	-8.7%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	414	766	1,886	2,458
电力销售	160	230	566	738
电价调整	254	536	1,320	1,721
已耗材料成本	(35)	-	-	-
政府补贴	-	0	-	-
运营成本	(106)	(191)	(318)	(389)
息税折旧前利润	273	575	1,568	2,070
折旧及摊销	(144)	(179)	(417)	(612)
运营利润	129	396	1,152	1,458
其它调整	497	612	81	59
淨融资成本	(144)	(330)	(664)	(944)
少数股东权益	15	(6)	(6)	10
所得税前利润	497	671	562	583
所得税费用	0	-	-	-
已终止亏损业务	(199)	-	-	-
少数股东权益	(8)	(16)	(21)	(23)
净利润	289	655	541	560
核心利润	(8)	43	460	501

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	6,316	13,193	18,780	23,874
土地使用权	0	0	0	0
物业、厂房及设备	4,581	10,690	15,683	20,229
投资物业	-	-	-	-
无形资产	989	764	764	764
联营公司投资	291	295	289	299
其它应收账款、按金及预付款	454	1,181	1,733	2,235
按公允价值计入损益之金融资产	-	262	310	346
流动资产	852	1,924	2,751	3,459
现金及现金等价物	213	341	274	333
受限制现金	18	261	231	244
已抵押银行存款	61	-	-	-
存货	1	1	-	-
应收账款及电价调整款项	363	919	1,715	2,239
其它应收账款、按金及预付款	101	208	306	394
应收联营公司款项	18	18	18	18
按公允价值计算损益之金融资产	76	175	207	231
流动负债	2,268	3,194	2,876	7,039
其它应付款项及应计费用	1,678	1,738	1,540	1,624
应付联营公司款项	30	45	45	45
可换股债券	-	756	-	3,349
银行及其他借款	504	616	1,252	1,982
按公允价值计入损益之金融负债	56	39	39	39
非流动负债	3,416	9,654	15,824	16,881
可换股债券	826	3,349	4,928	1,580
银行及其它借款	1,627	5,542	10,130	14,533
应付或有对价	697	480	480	480
以现金结算以股份为基础之付款	16	20	22	25
递延政府补助	4	4	4	4
递延税项负债	246	260	260	260
少数股东权益	44	145	166	189
净资产	1,440	2,124	2,664	3,225
股东总权益	1,440	2,124	2,664	3,225

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
税前利润	497	671	562	583
折旧及摊销	144	179	417	612
融资成本	144	330	664	944
运营资本变动	(144)	(702)	(1,125)	(553)
税务开支	-	-	-	-
其它	(495)	(625)	(566)	(547)
已终止亏损业务	76	-	-	-
经营活动所得现金流	222	(146)	(48)	1,039
资本开支	(1,078)	(6,287)	(5,410)	(5,158)
联营公司投资	(4)	(5)	6	(10)
其它	170	(495)	-	-
已终止之亏损业务	(16)	-	-	-
投资活动所得现金流	(929)	(6,787)	(5,404)	(5,168)
股票发行	639	30	-	-
债务变动	390	7,305	6,048	5,133
融资成本	(130)	(330)	(664)	(944)
股息	-	-	-	-
其它	(24)	-	-	-
已终止亏损业务	(63)	-	-	-
融资活动所得现金流	811	7,005	5,384	4,189
现金增加淨額	104	71	(68)	60
年初现金及等价物	109	270	341	273
外汇差异	0	-	-	-
年末现金及等价物	213	341	273	333
已抵押银行存款	(61)	-	-	-
受限制现金	(18)	(261)	(231)	(244)
资产负债表现金	292	601	504	577

来源：公司、招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售收入结构 (%)				
电力销售	38.7	30.0	30.0	30.0
电价调整	61.3	70.0	70.0	70.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0
利润指标 (%)				
毛利	31.2	51.7	61.1	59.3
税前利润	120.1	87.6	29.8	23.7
净利润	69.9	85.5	28.7	22.8
核心利润	(1.9)	5.6	24.4	20.4
有效税率	-	-	-	-
增长 (%)				
收入	1,289.0	46.1	146.3	30.3
息税折旧前利润	66.2	172.9	32.0	34.0
税前利润	142.2	190.7	26.6	36.1
净利润	N/A	78.6	(17.4)	3.6
核心利润	N/A	N/A	971.6	9.0
资产负债比率				
流动比率(x)	0.4	0.6	1.0	0.5
应收账款周转天数	409.6	537.6	391.0	391.0
应付账款周转天数	4,353.9	3,322.3	1,769.7	1,524.8
总负债/总权益 (%)	179.6	425.7	558.4	611.2
回报率 (%)				
资本回报率	20.1	30.8	20.3	17.4
资产回报率	4.0	4.3	2.5	2.0
每股数据				
每股利润（人民币）	0.07	0.14	0.11	0.12
每股利息（人民币）	-	-	-	-
每股净值（人民币）	0.35	0.47	0.56	0.68

来源：公司、招银国际预测

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%。