

联合光伏 (686 HK, HK\$0.78, 目标价: HK\$0.94, 买入) — 雨后复斜阳, 关山阵阵苍

❖ **股票及配股权配售共计 12.99 亿港元。**联合光伏宣布发行 22.33 亿新股配售, 配售价格为每股 0.5814 港元, 其中欧力士将认购 14.07 亿股, 招商新能源及新能源交易所则分别认购 7.57 亿股及 6900 万股。除股权配售计划外, 公司同时计划发行 8.71 亿份认股权证予欧力士及招商新能源, 行权价为每股 0.646 港元。预计新股及认股权证发行筹集款项净额为 12.59 亿港元。紧随新股配售以后, 招商新能源及一致行动人对联合光伏持股由 24.17% 上升至 28.21%, 而欧力士将成为公司第二大股东, 并持股 19.9%。股权配售将大力缓解联合光伏目前所处较紧的资金局面。

❖ **战略投资人欧力士, 是一家亚洲领先的金融服务企业,**由其母公司 ORIX Corporation (8591 JP, IX US) 全资拥有。根据公司提供信息, 欧力士是日本最大的太阳能电站运营商之一, 在多个地区拥有太阳能电站资产组合约 900 兆瓦。作为配股发行的前置条件, 欧力士将协助联合光伏通过银团贷款及/或企业债筹措不少于 20 亿港元资金。公司募资所得的 32.6 亿港元 (含欧力士协助贷款/债券) 计划用于提前赎回较早前发行的可转债。我们认为这对联合光伏将是极好的时机进行资金结构调整, 明显减轻财务成本负担, 并打消市场对于可转债对于股权稀释的忧虑。

❖ **恢复增长势头并以英国收购项目启动海外扩张之路。**在宣布新股配售及购股权发行计划后, 联合光伏随即发布位于英国的项目收购计划, 该项目也是联合光伏首个海外收购, 显示公司重新回到装机容量增长轨道。英国项目目标资产由 6 个地面光伏电站组成, 共计 82.4 兆瓦, 全部获得英国可再生能源责任计划之 1.4 可再生能源责任认证。我们测算收购价将等同于人民币 8.56 元/瓦, 同时联合光伏预期 1) 项目内部回报率不少于 8%; 2) 项目债务股本比为 7 比 3; 3) 将用当地货币作为融资渠道以获得自然对冲。我们预期公司海外并购将在未来几个月内加速进行。

❖ **提升目标价以反映基本面转变。**我们认为配股发行及债务置换将能够大力改善联合光伏的资产负债表, 这将进一步推进公司获得更高的装机容量增速, 同时更低的债务成本将改善公司的盈利水平。我们据此将这些有利条件置入预测模型当中, 并得到 16-18 年净利润预测分别为人民币 1.06 亿, 1.99 亿以及 2.70 亿元。基于更新后的 DCF 估值, 我们将目标价有每股 0.82 港元提升至每股 0.94 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	379	631	915	1,607	2,147
净利润 (人民币百万)	252	361	106	199	270
每股收益 (人民币分)	6.17	7.96	1.80	2.82	3.82
每股收益变动 (%)	N/A	128.00	(77.40)	56.50	35.50
市盈率(x)	12.7	9.8	43.3	27.7	20.4
市帐率(x)	2.4	1.7	1.6	1.5	1.4
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	17.5	17.0	3.1	5.6	7.0
净财务杠杆率 (%)	183.7	303.5	206.9	294.2	375.8

来源: 公司, 招银国际预测

联合光伏 (686HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.78
目标价	HK\$0.94
市值 (港币百万)	3,775
过去 3 月平均交易 (港币百万)	7.9
52 周高/低 (港币)	0.92/0.52
发行股数 (百万)	4,839
主要股东	招商新能源(24.1%)

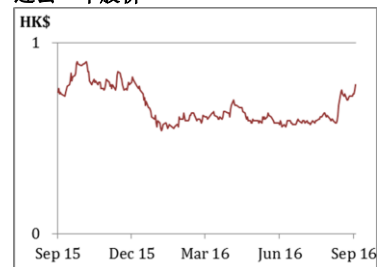
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	27.1%	23.0%
3 月	33.9%	14.2%
6 月	25.0%	7.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	379	631	915	1,607	2,147
電力銷售	125	175	243	426	569
電價調整	255	455	673	1,181	1,578
運營成本	(102)	(150)	(202)	(246)	(294)
息稅折舊前利潤	277	480	713	1,361	1,853
折舊及攤銷	(145)	(242)	(289)	(475)	(640)
合營企業收購成本	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
運營利潤	130	233	419	881	1,208
業務合併之議價購買	36	214	4	-	-
公允值調整	462	238	354	95	-
淨融資成本	(144)	(349)	(776)	(764)	(916)
聯營公司利潤	15	4	12	12	12
其它調整	-	33	107	-	-
所得稅前利潤	499	373	120	225	304
所得稅費用	(0)	-	-	(11)	(19)
已終止虧損業務	(238)	-	-	-	-
少數股東權益	(8)	(13)	(13)	(14)	(15)
淨利潤	252	361	106	199	270
核心利潤	(7)	(125)	(358)	104	270

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	6,316	9,537	11,964	15,314	18,578
物業、廠房及設備	4,581	7,420	9,710	13,465	16,889
其它應收賬款、按金及預付款	454	741	856	1,046	1,197
聯營公司投資	291	305	327	349	371
無形資產	989	950	950	333	-
其它	0	121	121	121	121
流動資產	852	3,432	4,930	5,111	4,816
現金及現金等價物	213	947	2,494	2,104	1,163
受限制現金	18	206	231	316	397
存貨	1	1	1	1	1
應收賬款及電價調整款項	363	1,228	1,761	2,229	2,781
其它應收賬款、按金及預付款	101	770	164	182	195
其它應收賬款、按金及預付款	156	279	279	279	279
流動負債	2,268	3,557	5,100	5,940	7,503
銀行及其他借款	504	704	2,560	3,497	4,398
可換股債券	-	924	-	-	742
應付賬款	0	90	90	90	90
其它應付款項及應計費用	1,678	1,793	2,425	2,342	2,262
其它應付款項及應計費用	86	47	25	10	10
非流動負債	3,416	7,183	8,286	10,764	11,884
銀行及其它借款	1,627	4,306	6,682	9,128	11,479
可換股債券	826	1,987	742	742	-
遞延政府補助	4	4	4	4	4
遞延稅項負債	246	282	314	346	378
其它	713	604	544	544	24
少數股東權益	44	105	118	132	148
淨資產	1,440	2,125	3,390	3,589	3,859
股東總權益	1,440	2,125	3,390	3,589	3,859

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前利潤	499	373	120	225	304
折舊及攤銷	145	242	289	475	640
融資成本	144	349	776	764	916
運營資本變動	(108)	(661)	101	(551)	(632)
稅務開支	0	-	-	(11)	(19)
其它	(458)	(192)	(272)	(183)	(96)
經營活動所得現金流	221	112	1,014	717	1,114
資本開支	(3,457)	(3,081)	(2,579)	(4,230)	(4,064)
其它	2,527	(87)	394	-	(326)
投資活動所得現金流	(930)	(3,168)	(2,185)	(4,230)	(4,390)
股票發行	636	300	1,131	-	-
債務變動	1,029	4,964	2,063	3,384	3,251
融資成本	(144)	(349)	(776)	(764)	(916)
股息	-	-	-	-	-
其它	(711)	(1,215)	300	502	-
融資活動所得現金流	809	3,699	2,718	3,122	2,336
現金增加淨額	101	643	1,546	(390)	(941)
年初現金及等價物	108	213	947	2,494	2,103
外匯差異	4	91	-	-	-
年末現金及等價物	213	947	2,493	2,104	1,162
已抵押銀行存款	61	-	-	-	-
受限制現金	18	206	231	316	397
資產負債表現金	292	1,153	2,724	2,419	1,559

来源：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	FY18E
銷售收入結構(%)					
電力銷售	32.9	27.8	26.5	26.5	26.5
電價調整	67.1	72.2	73.5	73.5	73.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

利潤指標(%)

毛利	34.3	37.0	45.8	54.8	56.2
稅前利潤	131.4	59.2	13.1	14.0	14.2
淨利潤	66.4	57.2	11.6	12.4	12.6
核心利潤	(1.9)	(19.8)	(39.2)	6.5	12.6
有效稅率	-	-	-	4.9	6.2

增長(%)

收入	n/a	70.0	50.0	80.0	30.0
息稅折舊前利潤	n/a	70.0	50.0	90.0	40.0
稅前利潤	n/a	80.0	80.0	110.0	40.0

資產負債比率

流動比率(x)	0.4	1.0	1.0	0.9	0.6
應收賬款周轉天數	446.7	1,156.6	767.6	547.7	505.8
應付賬款周轉天數	6,010.6	217.8	162.5	133.4	111.6
總負債/總權益(%)	183.7	303.5	206.9	294.2	375.8

回報率(%)

資本回報率	17.5	17.0	3.1	5.6	7.0
資產回報率	3.5	2.8	0.6	1.0	1.2

每股數據

每股利潤（人民幣，分）	6.17	7.96	1.80	2.82	3.82
每股股息（人民幣，分）	-	-	-	-	-
每股淨值（人民幣，分）	0.33	0.45	0.48	0.51	0.55

来源：公司、招銀國際預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

商号的财务权益及商务关系：招商局集团(即招商银行主要股东)拥有公司的财务权益，而本研究报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于发行人的市场资本值的 1%。