

联合光伏 (686 HK, HK\$0.65, 无评级) — 项目扩张面临高负债压力

- ❖ **收入有强劲增长但盈利下跌。**联合光伏的太阳能电站业务在15年上半年显示了非常明显的增长。收入含电价补贴在内较去年同期上涨了125%至人民币2.83亿元。除息税折旧前利润更进一步增加了227%至人民币2.12亿元。期内除息税折旧前利润率保持稳定在75%。高营收增长数据表明公司上一年度新增的光伏装机容量已经开始正常贡献收入。但受到折旧以及利息支出快速增加的影响，净利润下跌了28%至2.54亿元。公司同时也公布了获选入恒生环球综合指数，以及恒生综合指数系列成分股，并将于9月14日生效。
- ❖ **发电量增长139%。**公司上半年发电402吉瓦时(GWh)，主要的发电量增长得益于上半年完成了160兆瓦(MW)新增装机容量的并购以及去年并网项目的正常运行。总装机容量增加至637兆瓦。其中，位于青海和内蒙古项目上半年有效运营小时数较高，这两个省份的项目贡献了总发电量的75%。位于新疆和甘肃的项目则受到了限电的影响，有效运营时数较低。
- ❖ **未来增长倚重于项目收购。**联合光伏希望通过项目收购方式以达到快速增加光伏装机容量的发展策略。上半年公司已公布了超过1.43吉瓦(GW)的项目收购计划，公司计划于年内完成其中900兆瓦的地面电站项目收购及并网。此外，公司还计划通过国家领跑者计划在山西大同自行开发100兆瓦地面电站。全年来看，公司预期新增1吉瓦的装机容量。至于未来发展方面，管理层希望保持较高的项目收购比例，并于2-3年内快速实现5吉瓦的装机规模。管理层预期项目收购与自行开发的成本分别为人民币8.5元/瓦以及人民币8元/瓦，同时项目股本回报率不低于10%。
- ❖ **装机量增长面临压力并有进一步融资需求。**对于未来的装机容量增长，联合光伏很可能面临较大的现金流压力。在电费收入里面有将近2/3的应收归属于国家电费补贴。而根据目前国家可再生能源电费补贴政策，这部分应收款的收款期限存在较高的不确定性。因此公司如要保持新增项目发展以及偿付日益增加的债务负担，将很可能面临持续性的资金压力。我们预期公司需要至少额外人民币80亿元才足以完成总容量5吉瓦的装机目标。目前，公司的资产负债率已达79%，如何实现更进一步的融资计划将会对公司未来电站运营以及产能扩张的可持续性发展产生至关重要的作用。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A
营业额(港币百万)	223	38	203
净利润(港币百万)	(815)	(2,305)	367
每股收益(港分)	(93.4)	(137.9)	8.97
每股收益变动(%)	N/A	(48)	N/A
市盈率(x)	N/A	N/A	7.4
市帐率(x)	2.60	5.11	1.58
股息率(%)	N/A	N/A	N/A
权益收益率(%)	N/A	N/A	21.5
净财务杠杆率(%)	76.9	83.9	74.5

来源: 公司

联合光伏 (686HK)

评级	无评级
收市价	HK\$0.65
市值(港币百万)	3,082
过去3个月平均交易(港币百万)	32.8
52周高/低(港币)	1.57/0.61
发行股数(百万)	4,361
主要股东	华融资管(13.3%) 招商新能源(12.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-21.2%	-8.3%
3月	-55.6%	-42.1%
6月	-30.9%	-19.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

(6月30日)	1H15 (人民币百万)	1H14 (人民币百万)	变化 (%)
收入	283	126	125%
电费收入	78	41	91%
电价调整	206	85	141%
政府补贴	0	0	N/A
员工福利支出	-19	-13	47%
法律及专业费用	-4	-1	318%
运维成本	-28	-6	344%
其它应收账减值支出	0	-14	-100%
其它支出	-20	-27	-25%
利息、税项、折旧、及摊销前利润	212	65	227%
收购成本	-1	-2	-55%
物业、厂房及设备折旧	-107	-47	125%
	19	36	-48%
公允价值调整	286	472	-40%
融资收入	119	162	-27%
融资成本	-269	-140	93%
应占联营公司(亏损)/溢利	-3	11	-128%
除所得税前溢利	254	557	-54%
所得税/抵免	0	0	N/A
来自持续经营业务之溢利	254	557	-54%
来自已终止经营业务之亏损	0	-215	-100%
期内溢利	254	342	-26%
非控股权益	-11	-3	327%
净利润	243	339	-28%

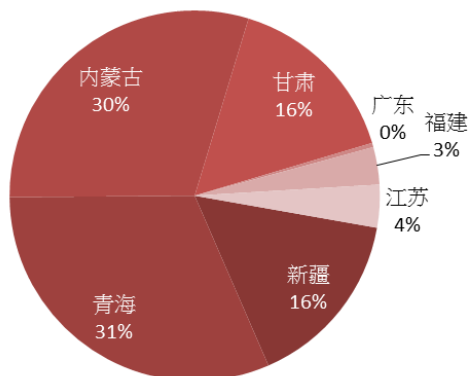
来源: 公司

各省项目发电量数据

省份/地区	装机容量	1H15 发电量	有效利用 小时数	1H14 装机容量	1H14 发电量	有效利用 小时数	发电量 变化
新疆	100	33,484	335	-	-	N/A	N/A
青海	200	150,054	750	200	30,938	155	385%
内蒙古	190	152,228	801	130	59,217	456	157%
甘肃	100	39,587	396	100	56,102	561	-29%
广东	2	1,819	758	2	1,405	585	29%
福建	21	10,325	496	11	5,455	505	89%
江苏	24	14,893	626	24	15,232	640	-2%
合计	637	402,390	632	467	168,349	360	139%

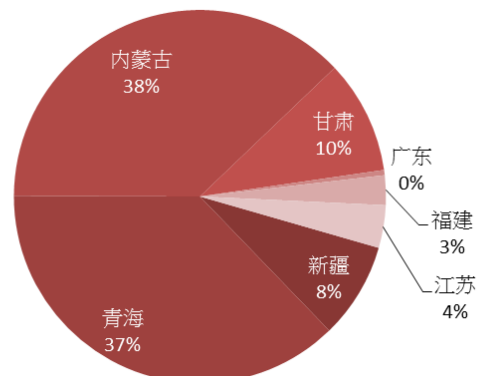
来源: 公司、招银国际证券预测

装机容量按省分布情况



来源: 公司

发电量按省分布情况



来源: 公司

近期项目开发公布

出让方	项目位置	开发类型	项目类型	宣布时间	容量 (MW)	权益
正信光伏	新疆	收购	地面电站	Jan-15	50	90.90%
常州光昱	新疆	收购	地面电站	Jan-15	80	51.00%
国电	多项目、多地	收购	地面电站	May-15	170	100%
海润光伏	多项目、多地	收购	地面电站	May-15	930	100%
湖北齐星	湖北	收购	地面电站	Jul-15	100	100%
N/A	山西大同	自行开发	地面电站	Aug-15	100	100%
合计					<u>1430</u>	

來源: 公司

近期可转债融资公布

	发行日期	本金额 (百万)	利率/年	初始转股价	所得款项净额 (人民币百万)
招商基金	20-Apr-15	HKD24.8	7.50%	1.03	415
Golden Express	29-Apr-15	USD30	7.50%	1.03	183
Driven Innovation	3-Jun-15	USD100	7.00%	1.3134	599
鼎睿有限公司	23-Jun-15	USD15	7.50%	1.03	92
					<u>1,288</u>

來源: 公司

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关于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”)为招银国际金融控股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个人。