

聯合光伏 (686 HK, HK\$0.78, 目標價: HK\$0.94, 买入) — 雨後復斜陽，關山陣陣蒼

❖ **股票及配股權配售共計 12.99 億港元。**聯合光伏宣佈發行 22.33 億新股配售，配售價格為每股 0.5814 港元，其中歐力士將認購 14.07 億股，招商新能源及新能源交易所則分別認購 7.57 億股及 6900 萬股。除股權配售計劃外，公司同時計劃發行 8.71 億份認股權證予歐力士及招商新能源，行權價為每股 0.646 港元。預計新股及認股權證發行籌集款項淨額為 12.59 億港元。緊隨新股配售以後，招商新能源及一致行動人對聯合光伏持股由 24.17% 上升至 28.21%，而歐力士將成為公司第二大股東，並持股 19.9%。股權配售將大力緩解聯合光伏目前所處較緊的資金局面。

❖ **戰略投資人歐力士**，是一家亞洲領先的金融服務企業，由其母公司 ORIX Corporation (8591 JP, IX US) 全資擁有。根據公司提供資訊，歐力士是日本最大的太陽能電站運營商之一，在多個地區擁有太陽能電站資產組合約 900 兆瓦。作為配股發行的前置條件，歐力士將協助聯合光伏通過銀團貸款及/或企業債籌措不少於 20 億港元資金。公司募資所得的 32.6 億港元（含歐力士協助貸款/債券）計劃用於提前贖回較早前發行的可轉債。我們認為這對聯合光伏將是極好的時機進行資金結構重整，明顯減輕財務成本負擔，並打消市場對於可轉債對於股權稀釋的憂慮。

❖ **恢復增長勢頭並以英國收購項目啟動海外擴張之路。**在宣佈新股配售及購股權發行計劃後，聯合光伏隨即發佈位於英國的項目收購計劃，該項目也是聯合光伏首個海外收購，顯示公司重新回到裝機容量增長軌道。英國項目目標資產由 6 個地面光伏電站組成，共計 82.4 兆瓦，全部獲得英國可再生能源責任計劃之 1.4 可再生資源責任認證。我們測算收購價將等同於人民幣 8.56 元/瓦，同時聯合光伏預期 1) 項目內部回報率不少於 8%；2) 項目債務股本比為 7 比 3；3) 將用當地貨幣作為融資渠道以獲得自然對沖。我們預期公司海外併購將在未來幾個月內加速進行。

❖ **提升目標價以反映基本面轉變。**我們認為配股發行及債務置換將能夠大力改善聯合光伏的資產負債表，這將進一步推進公司獲得更高的裝機容量增速，同時更低的債務成本將改善公司的盈利水準。我們據此將這些有利條件置入預測模型當中，並得到 16-18 年淨利潤預測分別為人民幣 1.06 億，1.99 億以及 2.70 億元。基於更新後的 DCF 估值，我們將目標價有每股 0.82 港元提升至每股 0.94 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	379	631	915	1,607	2,147
淨利潤 (人民幣百萬)	252	361	106	199	270
每股收益 (人民幣分)	6.17	7.96	1.80	2.82	3.82
每股收益變動 (%)	N/A	128.00	(77.40)	56.50	35.50
市盈率(x)	12.7	9.8	43.3	27.7	20.4
市帳率(x)	2.4	1.7	1.6	1.5	1.4
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	17.5	17.0	3.1	5.6	7.0
淨財務槓桿率 (%)	183.7	303.5	206.9	294.2	375.8

來源: 公司, 招銀國際預測

聯合光伏 (686HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.78
目標價	HK\$0.94
市值 (港幣百萬)	3,775
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	7.9
52 周高/低 (港幣)	0.92/0.52
發行股數 (百萬)	4,839
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	27.1%	23.0%
3 月	33.9%	14.2%
6 月	25.0%	7.0%

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	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

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	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

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	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

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	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
應付帳款周轉天數	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

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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士。

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%。