

联合光伏 (686 HK, HK\$0.58, 目标价: HK\$0.95, 买入) — 项目扩张趋向谨慎

- ❖ **15年全年发电量同比增加51.9%**。联合光伏发布了15年四季度及全年发电量数据，15年四季度发电248吉瓦时，全年发电发电量则达到938吉瓦时，较去年同期分别增长35%及52%，符合我们的发电量预期。尽管公司发电稳定增长，发电量表现还是受到甘肃及新疆地区限电情况恶化而有所拖累。我们认为2016年限电情况仍将持续，但对联合光伏影响有限。公司目前仅有20.5%的装机容量处于限电地区，我们预期公司其它占总装机容量54.3%的一类地区项目发电量将在2016年保持稳定。
- ❖ **项目扩张转趋谨慎**。公司2015年仅实现439兆瓦新增装机容量，低于管理层1吉瓦目标。较低的装机容量扩张速度主要是因为1)海润光伏无法根据协议交付光伏项目，以及2)发改委宣布2016年调减光伏上网电价。联合光伏将把与海润光伏930MW项目协议转让给第三方，并回收所有项目收购订金及利息。与此同时，基于项目回报可能受上网电价变化影响考虑，管理层也有意放慢项目收购进度，以根据项目实际上网电价相应调整项目收购价格。
- ❖ **项目收购将聚焦于二、三类地区**。发改委以不同幅度调整三类地区的上网电价显示了新的光伏投资导向。国家力图调整光伏补贴分配以避免对限电地区的电网消纳增加更多压力。根据我们的项目回报敏感度分析，二、三类地区新建项目的内部回报率仍然能维持在高于9%水平，而一类地区项目回报则面临着限电以及每瓦资本支出可能无法实现快速下降的压力。我们预期联合光伏的项目收购将转而聚焦于二、三类地区，并且收购价将有所下调以保障项目回报率。
- ❖ **保持积极前景展望**。我们将联合光伏的目标价从1.49港元下调至0.95港元，以反映光伏装机低于预期，以及光伏上网电价未来仍可能进一步下调。我们同时将2015-17年的盈利预测从人民币6.88亿、人民币5.41亿及人民币5.60亿调整至人民币6.14亿、人民币3.28亿及人民币5.93亿元。我们仍然对联合光伏的发展前景保持乐观，因为光伏行业仍然是中国政府实现降低碳强度目标的高成本效益的能源形式。同时，2016年潜在降息的可能将有利于公司业务发展。基于贴现现金流估值法，我们对联合光伏的目标价为0.95港元，对现价存在64%的潜在涨幅，**重申买入评级**。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(人民币百万)	414	680	1,422	2,409
净利润(人民币百万)	289	614	328	593
每股收益(人民币元)	0.07	0.14	0.07	0.12
每股收益变动(%)	N/A	91	(49)	81
市盈率(x)	6.8	3.6	7.0	3.9
市帐率(x)	1.4	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
权益收益率(%)	17	29	14	20
淨财务杠杆率(%)	180	326	504	588

来源:公司, 招银国际预测

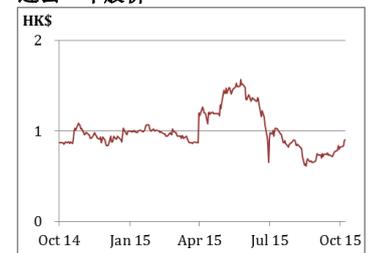
联合光伏 (686HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.58
目标价	HK\$0.95
市值(港币百万)	2,765
过去3个月平均交易(港币百万)	10.2
52周高/低(港币)	1.61/0.52
发行股数(百万)	4,751
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	-22.7%	-13.5%
3月	-26.6%	-15.4%
6月	-29.3%	-11.9%

来源:彭博

过去一年股价


来源:彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	414	680	1,422	2,409
電力銷售	160	204	427	723
電價調整	254	476	996	1,687
已耗材料成本	(35)	-	-	-
政府補貼	-	0	-	-
運營成本	(106)	(187)	(283)	(422)
息稅折舊前利潤	273	493	1,140	1,987
折舊及攤銷	(144)	(179)	(317)	(554)
運營利潤	129	314	822	1,433
其它調整	497	612	77	62
淨融資成本	(144)	(276)	(564)	(892)
少數股東權益	15	(6)	28	28
所得稅前利潤	497	643	363	631
所得稅費用	0	-	-	-
已終止虧損業務	(199)	-	-	-
少數股東權益	(8)	(29)	(35)	(38)
淨利潤	289	614	328	593
核心利潤	(8)	3	251	531

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
非流動資產	6,316	10,544	16,674	22,622
土地使用權	0	0	0	0
物業、廠房及設備	4,581	8,134	14,217	19,902
投資物業	-	-	-	-
無形資產	989	764	764	764
聯營公司投資	291	295	324	352
其它應收賬款、按金及預付款	454	1,088	1,061	1,258
按公允值計入損益之金融資產	-	262	308	345
流動資產	852	2,033	3,162	4,657
現金及現金等價物	213	583	1,075	1,883
受限制現金	18	208	286	298
已抵押銀行存款	61	-	-	-
存貨	1	1	-	-
應收賬款及電價調整款項	363	855	1,390	2,006
其它應收賬款、按金及預付款	101	192	187	222
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	205	230
流動負債	2,268	2,758	3,071	6,094
其它應付款項及應計費用	1,678	1,386	1,904	1,988
應付聯營公司款項	30	45	45	45
可換股債券	-	756	-	2,033
銀行及其他借款	504	531	1,083	1,988
按公允值計入損益之金融負債	56	39	39	39
非流動負債	3,416	7,578	14,160	17,951
可換股債券	826	2,033	4,633	2,600
銀行及其它借款	1,627	4,781	8,762	14,582
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
少數股東權益	44	158	193	232
淨資產	1,440	2,084	2,411	3,004
股東總權益	1,440	2,084	2,411	3,004

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
稅前利潤	497	643	363	631
折舊及攤銷	144	179	317	554
融資成本	144	276	564	892
運營資本變動	(144)	(973)	(44)	(592)
稅務開支	-	-	-	-
其它	(495)	(479)	(92)	(243)
已終止虧損業務	76	-	-	-
經營活動所得現金流	222	(354)	1,109	1,243
資本開支	(1,078)	(3,732)	(6,400)	(6,240)
聯營公司投資	(4)	(5)	(28)	(28)
其它	170	(495)	-	-
已總之虧損業務	(16)	-	-	-
投資活動所得現金流	(929)	(4,231)	(6,428)	(6,268)
股票發行	639	30	-	-
債務變動	390	5,145	6,376	6,726
融資成本	(130)	(276)	(564)	(892)
股息	-	-	-	-
其它	(24)	-	-	-
已終止虧損業務	(63)	-	-	-
融資活動所得現金流	811	4,898	5,812	5,834
現金增加淨額	104	313	492	808
年初現金及等價物	109	270	583	1,075
外匯差異	0	-	-	-
年末現金及等價物	213	583	1,075	1,883
已抵押銀行存款	(61)	-	-	-
受限制現金	(18)	(208)	(286)	(298)
資產負債表現金	292	791	1,361	2,181

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
銷售收入結構 (%)				
電力銷售	38.7	30.0	30.0	30.0
電價調整	61.3	70.0	70.0	70.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0
利潤指標 (%)				
毛利	31.2	46.2	57.8	59.5
稅前利潤	120.1	94.6	25.5	26.2
淨利潤	69.9	90.4	23.0	24.6
核心利潤	(1.9)	0.4	17.6	22.0
有效稅率	-	-	-	-
增長 (%)				
收入	1,289.0	29.7	109.2	69.4
息稅折舊前利潤	42.6	131.1	74.4	40.6
稅前利潤	92.3	161.6	74.2	40.8
淨利潤	N/A	67.6	(46.7)	80.8
核心利潤	N/A	N/A	1,516.6	80.8
資產負債比率				
流動比率(x)	0.4	0.7	1.0	0.8
應收賬款周轉天數	409.6	562.4	404.6	337.5
應付賬款周轉天數	4,353.9	2,709.3	2,456.7	1,719.0
總負債/總權益 (%)	179.6	326.2	503.6	588.0
回報率 (%)				
資本回報率	20.1	29.5	13.6	19.7
資產回報率	4.0	4.9	1.7	2.2
每股數據				
每股利潤（人民幣）	0.07	0.14	0.07	0.12
每股利息（人民幣）	-	-	-	-
每股淨值（人民幣）	0.35	0.46	0.51	0.63

來源：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风险。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于或高于发行人的市场资本值的 1%。