

聯合光伏 (686 HK, HK\$0.58, 目標價: HK\$0.95, 買入) — 項目擴張趨向謹慎

- ❖ **15 年全年發電量同比增加 51.9%。**聯合光伏發佈了 15 年四季度及全年發電量數據，15 年四季度發電 248 吉瓦時，全年發電發電量則達到 938 吉瓦時，較去年同期分別增長 35% 及 52%，符合我們的發電量預期。儘管公司發電穩定增長，發電量表現還是受到甘肅及新疆地區限電情況惡化而有所拖累。我們認為 2016 年限電情況仍將持續，但對聯合光伏影響有限。公司目前僅有 20.5% 的裝機容量處於限電地區，我們預期公司其它佔總裝機容量 54.3% 的一類地區項目發電量將在 2016 年保持穩定。
- ❖ **項目擴張轉趨謹慎。**公司 2015 年僅實現 439 兆瓦新增裝機容量，低於管理層 1 吉瓦目標。較低的裝機容量擴張速度主要是因為 1) 海潤光伏無法根據協議交付光伏項目，以及 2) 發改委宣佈 2016 年調減光伏上網電價。聯合光伏將把與海潤光伏 930MW 項目協議轉讓給第三方，並回收所有項目收購訂金及利息。與此同時，基於項目回報可能受上網電價發變化影響考慮，管理層也有意放慢項目收購進度，以根據項目實際上網電價相應調整項目收購價格。
- ❖ **項目收購將聚焦於二、三類地區。**發改委以不同幅度調整三類地區的上網電價顯示了新的光伏投資導向。國家力圖調整光伏補貼分配以避免對限電地區的電網消納增加更多壓力。根據我們的項目回報敏感度分析，二、三類地區新建項目的內部回報率仍然能維持在高於 9% 水準，而一類地區項目回報則面臨著限電以及每瓦資本支出可能無法實現快速下降的壓力。我們預期聯合光伏的項目收購將轉而聚焦於二、三類地區，並且收購價將有所下調以保障項目回報率。
- ❖ **保持積極前景展望。**我們將聯合光伏的目標價從 1.49 港元下調至 0.95 港元，以反映光伏裝機低於預期，以及光伏上網電價未來仍可能進一步下調。我們同時將 2015-17 年的盈利預測從人民幣 6.88 億、人民幣 5.41 億及人民幣 5.60 億調整至人民幣 6.14 億、人民幣 3.28 億及人民幣 5.93 億元。我們仍然對聯合光伏的發展前景保持樂觀，因為光伏行業仍然是中國政府實現降低碳強度目標的高成本效益的能源形式。同時，2016 年潛在降息的可能將有利於公司業務發展。基於貼現現金流估值法，我們對聯合光伏的目標價為 0.95 港元，對現價存在 64% 的潛在漲幅，**重申買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (人民幣百萬)	414	680	1,422	2,409
淨利潤 (人民幣百萬)	289	614	328	593
每股收益 (人民幣元)	0.07	0.14	0.07	0.12
每股收益變動 (%)	N/A	91	(49)	81
市盈率(x)	6.8	3.6	7.0	3.9
市帳率 (x)	1.4	1.1	1.0	0.8
股息率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
權益收益率 (%)	17	29	14	20
淨財務槓桿率 (%)	180	326	504	588

來源: 公司, 招銀國際預測

聯合光伏 (686HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.58
目標價	HK\$0.95
市值 (港幣百萬)	2,765
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	10.2
52 周高/低 (港幣)	1.61/0.52
發行股數 (百萬)	4,751
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	-22.7%	-13.5%
3 月	-26.6%	-15.4%
6 月	-29.3%	-11.9%

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	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%。