

聯合光伏 (686 HK, HK\$0.65, 無評級) — 項目擴張面臨高負債壓力

- ❖ **收入有強勁增長但盈利下跌。**聯合光伏的太陽能電站業務在15年上半年顯示了非常明顯的增長。收入含電價補貼在內較去年同期上漲了125%至人民幣2.83億元。除息稅折舊前利潤更進一步增加了227%至人民幣2.12億元。期內除息稅折舊前利潤率保持穩定在75%。高營收增長數據表明公司上一年度新增的光伏裝機容量已經開始正常貢獻收入。但受到折舊以及利息支出快速增加的影響，淨利潤下跌了28%至2.54億元。公司同時也公佈了獲選入恒生環球綜合指數，以及恒生綜合指數系列成分股，並將於9月14日生效。
- ❖ **發電量增長139%。**公司上半年發電402吉瓦時(GWh)，主要的發電量增長得益於上半年完成了160兆瓦(MW)新增裝機容量的並購以及去年並網項目的正常運行。總裝機容量增加至637兆瓦。其中，位於青海和內蒙古專案上半年有效運營小時數較高，這兩個省份的項目貢獻了總發電量的75%。位於新疆和甘肅的專案則受到了限電的影響，有效運營時數較低。
- ❖ **未來增長倚重於項目收購。**聯合光伏希望通過專案收購方式以達到快速增加光伏裝機容量的發展策略。上半年公司已公佈了超過1.43吉瓦(GW)的項目收購計畫，公司計畫於年內完成其中900兆瓦的地面電站專案收購及並網。此外，公司還計畫通過國家領跑者計畫在山西大同自行開發100兆瓦地面電站。全年來看，公司預期新增1吉瓦的裝機容量。至於未來發展方面，管理層希望保持較高的專案收購比例，並於2-3年內快速實現5吉瓦的裝機規模。管理層預期專案收購與自行開發的成本分別為人民幣8.5元/瓦以及人民幣8元/瓦，同時項目股本回報率不低於10%。
- ❖ **裝機量增長面臨壓力並有進一步融資需求。**對於未來的裝機容量增長，聯合光伏很可能面臨較大的現金流壓力。在電費收入裡面有將近2/3的應收歸屬於國家電費補貼。而根據目前國家可再生能源電費補貼政策，這部分應收款的收款期限存在較高的不確定性。因此公司如要保持新增項目發展以及償付日益增加的債務負擔，將很可能面臨持續性的資金壓力。我們預期公司需要至少額外人民幣80億元才足以完成總容量5吉瓦的裝機目標。目前，公司的資產負債率已達79%，如何實現更進一步的融資計畫將會對公司未來電站運營以及產能擴張的可持續性發展產生至關重要的作用。

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A
營業額 (港幣百萬)	223	38	203
淨利潤 (港幣百萬)	(815)	(2,305)	367
每股收益 (港分)	(93.4)	(137.9)	8.97
每股收益變動 (%)	N/A	(48)	N/A
市盈率(x)	N/A	N/A	7.4
市帳率(x)	2.60	5.11	1.58
股息率 (%)	N/A	N/A	N/A
權益收益率 (%)	N/A	N/A	21.5
淨財務杠杆率 (%)	76.9	83.9	74.5

來源: 公司

聯合光伏 (686HK)

評級	無評級
收市價	HK\$0.65
市值 (港幣百萬)	3,082
過去3月平均交易 (港幣百萬)	32.8
52周高/低 (港幣)	1.57/0.61
發行股數 (百萬)	4,361
主要股東	華融資管(13.3%) 招商新能源(12.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-21.2%	-8.3%
3月	-55.6%	-42.1%
6月	-30.9%	-19.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

(6月30日)	1H15 (人民幣百萬)	1H14 (人民幣百萬)	變化 (%)
收入	283	126	125%
電費收入	78	41	91%
電價調整	206	85	141%
政府補貼	0	0	N/A
員工福利支出	-19	-13	47%
法律及專業費用	-4	-1	318%
運維成本	-28	-6	344%
其它應收賬減值支出	0	-14	-100%
其它支出	-20	-27	-25%
利息、稅項、折舊、及攤銷前利潤	212	65	227%
收購成本	-1	-2	-55%
物業、廠房及設備折舊	-107	-47	125%
	19	36	-48%
公允值調整	286	472	-40%
融資收入	119	162	-27%
融資成本	-269	-140	93%
應占聯營公司(虧損)/溢利	-3	11	-128%
除所得稅前溢利	254	557	-54%
所得稅/抵免	0	0	N/A
來自持續經營業務之溢利	254	557	-54%
來自已終止經營業務之虧損	0	-215	-100%
期內溢利	254	342	-26%
非控股權益	-11	-3	327%
淨利潤	243	339	-28%

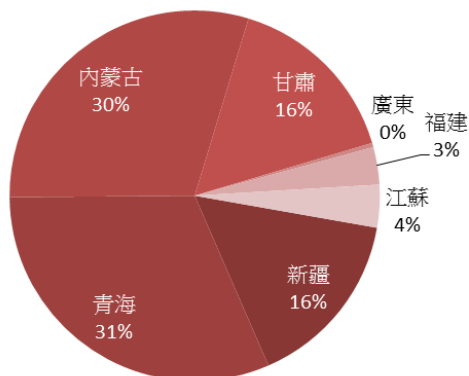
來源: 公司

各省項目發電量資料

省份/地區	裝機量	1H15 發電量	有效利用 小時數	裝機量	1H14 發電量	有效利用 小時數	發電量 變化
新疆	100	33,484	335	-	-	N/A	N/A
青海	200	150,054	750	200	30,938	155	385%
內蒙古	190	152,228	801	130	59,217	456	157%
甘肅	100	39,587	396	100	56,102	561	-29%
廣東	2	1,819	758	2	1,405	585	29%
福建	21	10,325	496	11	5,455	505	89%
江蘇	24	14,893	626	24	15,232	640	-2%
合計	637	402,390	632	467	168,349	360	139%

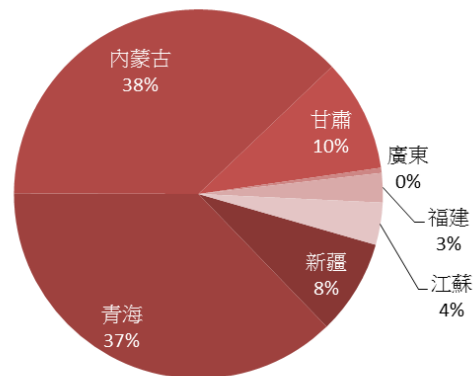
來源: 公司、招銀國際證券預測

裝機量按省分佈情況



來源: 公司

發電量按省分佈情況



來源: 公司

近期項目開發公佈

出讓方	項目位置	開發類型	項目類型	宣佈時間	容量 (MW)	權益
正信光伏	新疆	收購	地面電站	Jan-15	50	90.90%
常州光昱	新疆	收購	地面電站	Jan-15	80	51.00%
國電	多項目、多地	收購	地面電站	May-15	170	100%
海潤光伏	多項目、多地	收購	地面電站	May-15	930	100%
湖北齊星	湖北	收購	地面電站	Jul-15	100	100%
N/A	山西大同	自行開發	地面電站	Aug-15	100	100%
合計					<u>1430</u>	

來源: 公司

近期可轉債融資公佈

	發行日期	本金額 (百萬)	利率/年	初始轉股價	所得款項淨額 (人民幣百萬)
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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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(D)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 年證券交易法規則 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。