

未评级

联合光伏 (0686.HK)

加快电站项目并购, 全年至少新增 500MW

市场数据

| 报告日期 | 2014.9.3 |
|----------|----------|
| 收盘价(港元) | 0.87 |
| 总股本(亿股) | 43.31 |
| 总市值(亿港元) | 37.68 |
| 净资产(亿元) | 19.02 |
| 总资产(亿元) | 98.95 |
| 每股净资产(元) | 0.50 |

数据来源: Wind

相关报告

主要财务指标

| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013A |
|------------|----------|-----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万港元) | 249.08 | 840.49 | 223.27 | 313.70 |
| 增长率(%) | 155.59% | 237.44% | -73.44% | 40.50% |
| 净利润(百万港元) | -15.09 | -1,148.87 | -814.80 | -2,305.46 |
| 增长率(%) | -161.76% | -7513.94% | 29.08% | -182.95% |
| 毛利率 | 43.87% | 17.91% | -29.80% | -23.61% |
| 净利润率 | -6.06% | -136.69% | -364.94% | -734.93% |
| 每股收益(港仙) | -4.07 | -135.82 | -93.35 | -137.94 |

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

- **2014 年中期业绩扭亏为盈。**联合光伏(0686.HK)8月29日公布2014年中期业绩:其中收入为2.38亿港元,同比增长51.8%;毛利0.48亿港元,同比增长376.5%;净利润3.95亿港元,增长143.3%;每股盈利10.1港仙(去年同期:-91.01港仙)。伴随着公司收购并网运营电站装机量增加,售电收入提升,2014年中期经营业绩实现正盈利。
- **运营光伏电站装机量增加,售电贡献营收增长。**2014上半年,公司光伏电站售电收入同比大幅增长908.09%至1.61亿港元,毛利率56.9%;而太阳能电池销售因市场竞争激烈而同比下降51%至7,711万港元,毛损为4,343万元,公司于8月27日以2.17亿港元对价出售电池业务70%股份,集中资源于光伏电站的收购与运营。
- **重估非现金性金融工具改善净利润业绩。**公司上半年经营毛利录得4,800万港元,但股东净利润约为港币3.92亿元,主要由于:1、重估若干非现金性质金融工具收益7.41亿港元;2、电池片厂设备减值2.14亿元;3、其他行政开支增加等。去年中期一次性确认的商誉减值支出以及持有中国太阳能电力集团的权益公允价值收益今年不再适用。
- **全年新增运营装机量500MW-1,000MW。**今年上半年,公司收购6个已建成并网的光伏电站(310MW),现实际拥有及运营并网的光伏电站13个,总装机容量467MW,其中2个屋顶光伏电站总计23.8MW为联营公司运营,目前正在收购内蒙古一个65MW光伏电站。公司已于2014年4月起披露季度发电量数据,上半年14个电站(包含内蒙古65MW项目)发电量约2.42亿千瓦时。公司与招商局集团之附属公司、各大央企及行业伙伴紧密合作,积极收购已并网的光伏电站,如已与中国建材达成收购500MW框架协议,与国电光伏达成收购400MW框架协议,与英利达成300MW收购框架协议,公司预计今年新增装机容量目标为500MW-1,000MW,目标最终实现情况主要取决于资金情况、项目谈判和并购进度。
- **未来光伏电站,收购与自建并重。**截止到6月30日,公司之前所有项目都是EPC方完成建设、并网,联合光伏再通过并购到上市公司中运营。未来公司会对此策略进行调整,除并购外,计划通过自建一批光伏电站项目提升毛利率水平。自建项目不意味着公司必须成立EPC团队,公司认为比较可行的方案是将项目整包给EPC方,可以通过直接控制设立的项目公司来完成。因此,未来公司电站自建与并购将共存,前期仍以收购为主。

兴证香港研究部

分析师:鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

- **项目收购竞争加剧，公司保证项目并购收益底线。**自去年底起，行业内不断有新进入者出现，故电站售出方希望获得更优价格使得公司部分收购项目谈判进展放缓。联合光伏进入行业较早，是并购电站行业的先行者，公司将存在在实际收购进程中把握以下原则：保证投资收益底线（全投资情况下资本回报率不低于9%），即质量差的电站不能收购、风险大的电站不能收购、价格过高而投资收益率不高的电站不收购。
- **多元化融资渠道。**公司项目开发所需资金方面已得到多方支持：深圳国开行为公司装机1GW的光伏电站提供融资；中金租赁拟向公司提供不少于人民币100亿元的融资租赁，旨在为公司未来5年的发展提供资金支持；公司还与国开行协议总金额14.8亿元的长期贷款，其中1.5亿贷款资金已经放款等等。此外，公司还可以通过招商局集团以及兄弟单位对联合光伏的股权增持，或其他兄弟企业合作并购电站。公司与华北高速第二单合作并购项目，公司向华北高速售出了认购期权，以不低于8%的资金成本在三年后收购其持有股权。
- **我们的观点：**联合光伏作为招商局集团旗下的新能源公司，随着光伏电池业务的剥离，公司更专注于光伏电站的收购与运营，前期通过电站并购模式增加装机量，未来将通过并购与自建并重的方式发展，建议投资者密切关注公司电站项目并购进展情况。
- **风险提示：**市场竞争加剧，并购项目不及预期。

图表1 联合光伏2014年中期业绩主要财务指标变动情况

| | 单位(千港元) | | | 同比变动 | 点评 |
|------------------------------------|-----------|-------------|---------|---|----|
| | 2014年中期 | 2013年中期 | | | |
| 收入 | 130,141 | 156,746 | -17.0% | 售电收入增长，光伏电厂业务下降 | |
| 电价调整 | 107,873 | — | | | |
| | 238,014 | 156,746 | 51.8% | 增幅主要来自太阳能发电站销售的电力 | |
| 毛利/(损) | 48,139 | (17,409) | 376.5% | 太阳能电池分部毛利下跌，太阳能电站分部拉动总体毛利增长 | |
| 其他收入 | 9,722 | 6,178 | 57.4% | 受惠于政府补助 | |
| 其他收益/(亏损)，净额 | 25,613 | (2,725) | 1039.9% | 金融资产公允价值增加所致 | |
| 分销成本 | (344) | (223) | 54.3% | | |
| 行政开支 | (79,701) | (57,647) | 38.3% | 由于2013年6月收购中国太阳能电力集团导致员工成本上升 | |
| 业务合并之议价购买 | 33,569 | — | | | |
| 应付或有对价产生之公允价值收益 | 443,538 | 192,764 | 130.1% | 由资产评估师重估后确认收益 | |
| 有关收购丰县晖泽光伏能源有限公司发行认沽期权之公允价值收益 | 92,899 | — | | | |
| 先前持有之中国太阳能电力集团有限公司权益因业务合并产生之公允价值收益 | — | 197,896 | | | |
| 商誉减值支出 | — | (1,205,018) | | | |
| 物业、厂房及设备减值支出 | (214,122) | — | | 出售Fortune Arena集团之物业、厂房、设备所致 | |
| 经营溢利/(亏损) | 359,313 | (886,184) | 140.5% | | |
| 融资收入/(成本)-净额 | 24,799 | (26,839) | 192.4% | 融资收入为可转换票据公允价值变动收益；融资成本为可转换票据利息开支及可换股票据公允价值亏损摊销 | |
| 应占联营公司溢利/(亏损) | 10,899 | (124) | 8889.5% | 溢利来自丰县晖泽和常州鼎辉 | |
| 除所得税前溢利/(亏损) | 395,011 | (912,788) | 143.3% | | |
| 所得税抵免 | 400 | 359 | 11.4% | | |
| 期内溢利/(亏损) | 395,411 | (912,788) | 143.3% | 净利润增幅主要来自售电业务和非现金金融工具公允价值的变动 | |
| 基本EPS(港仙) | 10.10 | (91.01) | 111.1% | | |

资料来源：公司资料，兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评

级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%

增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。