

会议摘要
新能源

未评级

联合光伏 (0686.HK)

第三季度光伏电站发电量环比增长 32%

市场数据

报告日期	2014.10.11
收盘价(港元)	0.87
总股本(亿股)	43.61
总市值(亿港元)	37.94
净资产(亿元)	19.02
总资产(亿元)	98.95
每股净资产(元)	0.44

数据来源: Wind

相关报告

中期业绩点评_20140903

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

事件:

2014 年 10 月 8 日下午, 联合光伏(0686.HK) CIO 姚总, CPO 邹总等管理层与投资者举行电话会议, 就公告第 3 季度光伏电站发电量进行解读并沟通交流。

我们的观点:

联合光伏作为招商新能源控股的光伏电站投资运营商, 公司今年第 3 季度各地区光伏电站发电水平稳定增长, 发电总量环比增长 32%。公司当前控股装机容量 572MW, 预计到今年年底累计装机容量可达 1GW(部分项目交收可能要到明年 1, 2 季度), 我们认为进入随着光伏下游市场的产业资金增加, 光伏项目的收购竞争日益激烈。公司在收购过程中坚持项目收益率和风险控制使得公司的并购速度下降, 但是在保证回报率的前提下并购的是优质的电站项目。若不考虑今年四季度新增并购装机量, 粗略估计截至年底全年可发电量约为 6.3-6.5 亿度电, 建议投资者密切关注公司电站项目并购进展情况。

会议要点如下:

公告: 2014 年第 3 季度发电量数据。2014 年 10 月 7 日公告, 公司截至 3 季度末, 公司旗下 15 个电站, 总装机 572 兆瓦的光伏电站合计发电量达 1.92 亿度, 前 9 个月总量达到 4.3 亿度, 其中第 3 季度环比增长约 32%。

发电量数据解读:

- 1、青海第 3 季度发电量为 7,408.4 万度电, 环比增长 106%, 主要源于青海共和县 180 兆瓦项目其中 50 兆瓦和 100 兆瓦在 5 月份才完成全容量并网, 造成三季度有效发电时间比二季度多了一个月, 有效利用小时数达到 380h。
- 2、内蒙古 3 季度发电量达到 7,963.4 度, 环比增长 26%, 源于 3 季度统计口径加入内蒙古科左后旗 40 兆瓦项目, 当前这个项目还在交收过程中, 第 3 季度发电量贡献了 1,718.8 万度, 有效利用小时 430h, 从利用小时数看, 在内蒙古现有运行光伏电站中处于较高水平。

3、甘肃嘉峪关项目 3 季度发电量环比下滑约 23%，主要由于：1、3 季度甘肃阴雨天气天数增加，2、电网检修较为频繁，比较大的两次检修，停了约 20 天，影响发电量。330KV 输电线路中的黄草营变电站部分已经建成，但送出线路部分涉及酒缸等其他输电线路，进展速度低于预期，导致临时限电情况发生。

4、江苏 3 季度发电量环比略有下滑，约 20%，主要因为阴雨天气的影响。如果与同区域其他项目按有效利用小时数相比，与江苏当地其他光伏运行电站发电数据相比，处于中上水平。

5、深圳、福建第三季度发电量环比分别增长 27%，29%，天气情况良好，有利于面板的清洗和维护，发电利用效率有所提升。

总之，联合光伏定位于光伏电站收购及运营管理，因此对光伏电站的运维及电力营销投入力度较大，最近在运维团队的组建上从五大电力公司招聘核心管理人员加强运营管理，并且公司推行的智能管理系统未来投运后有助于提升管理效率。

1、公司当前的装机量？

当前为 572 兆瓦。其中，内蒙古土左旗项目 65 兆瓦，科左后旗 40 兆瓦，总计 105 兆瓦，这两项目仍在交收当中，因此已经交收完成的项目总计 467 兆瓦，如果包括正在交收项目则为 572 兆瓦。

2、公司今年的新增装机目标？明后年的装机目标？

今年中期业绩发布时给出今年新增装机量目标，调整为 500 兆瓦至 1 吉瓦之间，近期目标是确保累计装机量达到 1GW 左右，因为有些项目交收要明年上半年完成。目前很多项目包括项目储备工作和融资安排，管理层完善都在同步进行。公司的原则为收购高质量的电站为基本要求，目前项目储备超过 1.5GW。

明年装机目标还未给出，合适时机会公布明年装机目标，基本上每年新增不低于 500 兆瓦-1 吉瓦水平。

3、今年 4 季度的并购项目进度？

现在合作伙伴方腾辉在建规模 500 兆瓦，今年估计能并 300 兆瓦。国电方面，今年有 330 兆规模在建，也在收购目标范围内，这两个是主要支撑。另外和特变等其他公司都在谈项目合作，协议谈的差不多，具体时间表不好准确判断。

今年年底力争总的装机容量达到 1GW，这中间有些个别项目可能交收要放到明年一季度或二季度初，力争今年年底把相关项目先锁定。

4、公司现有的光伏项目的利用小时情况？

目前前3季度发电情况，尤其在5月份青海电站全部并网后，简单讲下几个地区发电利用小时数：

内蒙从9月30号发电数据推算全年数据，应该讲去年预计今年发电小时数1,600-1,620小时左右，总体来讲，今年应该会超过去年的预计数据，除了土左旗未交收的项目未包括在其中。

江苏丰县项目发电数据预计超过财务模型考核数据。

青海项目前年预计180兆瓦包括财务模型，和对方谈商务条款时，都讲6月30日定完，7月1日算发电量考虑，半年来看也肯定超过当时的发电数据。

甘肃项目，因为收购之前预计有限电，也签了发电担保，这个项目预计发电量与我们设计相比要低，但有担保机制解决问题。

总体来讲，利用小时数大约为1,500-1,600小时，全年预期的基本能实现。我们的收益与当时预计的情况基本一致。

5、青海地区具体的季度可利用小时和几个地区项目的上网电价？

青海地区发电小时数总体讲，一季度较低，二三季度较高，第四季度占比稍低于25%，第三季度稍高于25%。今年3季度380h利用小时数，比预期稍微低些。5月份才全部并网，并网之后上一级的变电站有两次检修的影响，第三季度没有达到全部满负荷的利用小时数。第四季度，如果没有其他事故，利用小时数应会超过380h。青海这边全年的利用小时数可以达到1,700h，第四季度没有特殊情况会接近400h。

电价方面，最低项目的上网电价1元/度，江苏电价2.4元/度，其他都是1元/度左右。福建平潭项目，由于享受投资补贴政策，电价0.4-0.5元/度。前海这边跟业主结算，0.715元/度，加上0.42补贴也超过一元钱。

6、现在进入装机旺季，下游装机需求上升？

这些我们也一直在关注。今年全国发布路条的时间比预期晚，开发建设方期望今年年底或者明年1,2月份，各个省将路条下发给企业，准备4月份开工。中国光伏项目基本在5,6月份或者7月份才下放路条，所以年底是建设高潮，今年也不例外。我们通过合作伙伴国电，腾辉、特变还有新的其他合作伙伴，及时关注项目进展，也在密集的谈这些项目合作。

7、公司的资产负债率 80%，有没有具体融资方案应对目前融资难的问题？

公司的负债率水平与同类公司同样模式的负债率相当，光伏项目前期资产负债率水平较高，随着累计装机容量提高，未来现金流水平越来越好，会使资产负债率会下降。

融资方面，与金融机构包括国开行及大型商业银行谈 50 亿授信，除了与商业银行、政策性银行谈融资外，还有其他新融资计划，未来将会公告新的融资安排。

8、大股东招商新能源的支持如何？

第一，招商新能源再度在二级市场增持联合光伏股份；第二，集团非常关注新能源业务，这两年股价也部分反映这个预期。相信未来招商局，招商资本，招商新能源对联合光伏的支持力度会不断增加的。

9、公司如何看待一些新的产业资金如恒大等进入光伏下游市场？公司的竞争优势在哪里？

大的投资者进入行业，说明他们看好这个行业，主要源于国家的政策，从最顶层的领导到地方上，对光伏发展的预期非常好，政策已经比较完善，配额制也将后续出台。当政策逐步完善后，这个行业的风险也较小了。

现在光伏电力行业，每年新增装机容量全球排第一，但相比全国各类总的超过 1,200GW 发电装机容量，光伏装机容量及发电量占比很小，离国家设定目标比例差距很大，说明市场容量大，对行业发展有正面影响。

新竞争者的进入短期内有一定竞争压力，但是公司把握住保证收益率及控制风险两个原则。联合光伏的竞争优势为联合是第一家采用现在的发展模式，把优质光伏电站资产与资本市场结合，市场上也算对这种模式的认可；近两年积累了比较好的电站资源；公司运维管理团队也基本完善。此外公司在收购标准、风险控制上有比较完善的体系。最后，公司长期与大的合作者合作项目，有选择性，项目不分散，发展较为稳健。目前看，公司的发电质量是很好的。

10、管理层对国家今年分布式目标实现如何看待？

政策层面来讲，年中有一个比较重大的政策变化，把 20 兆瓦以下，滩涂的、地面正在建设，但在 35kv 范围内并网的电站记入到分布式项目里，这样的电站可以享受标杆电价或享受销售电价加四毛二补贴两种模式，这是国家政策的重大调整。现在分布式应该将这些地面电力建设也加入分布式规模中。

今年初定 8GW 目标，能源局对外一再强调不是完成 8GW 的建设目标，而是要求完

成 8GW 的备案目标，这是能源局给的解释。今年媒体包括行业内认为 8GW 完不成，即使把地面建设加进去，也到不了 8GW，但不能说能源局的目标没完成。

总体来说，分布式数据加上地面建设，当前没有新的详细的统计数据，不便估计，个人估计 8GW 完不成。另外角度来讲，地面建设会突破 6GW 的目标。因为地方上，比如给了 500 兆瓦的省份下发到企业的路条却超过 1GW，甚至 1.5GW，地面建设大家的热情比较高，所以最终会突破国家预计规模，但总规模与国家年初下达的目标相差不大。全部（地面+分布式）总计 12-14GW 应该没有问题。

11、公司分布式发展计划？

纯粹屋顶分布式项目风险点比较多。我们一直有关注，但是跟业主谈判结果不理想，在国家项目认定政策调整后，我们也密切关注分布式项目。我们对滩涂、渔光互补等项目，尤其有地方政府补贴项目非常感兴趣，总体讲这些项目我们也在跟进。国家一般从一个新的政策出来到消化完成大概一年时间，分布式项目今年大家探索政策上多一些，到明年分布式比例包括我们公司都会提高。

【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。