

未评级

## 协鑫新能源 (0451.HK)

## 规划宏大，2015 计划新增光伏并网 2GW

## 市场数据

报告日期	2015.03.27
收盘价(港元)	0.96
总股本(亿股)	138.72
总市值(亿港元)	133.72
净资产(亿港元)	29.01
总资产(亿港元)	99.68
每股净资产(港元)	0.21

数据来源: Wind

## 相关报告

## 主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A*	2014A*
营业收入(百万港元)	1332.34	1528.18	1,579.78	1,172.86
增长率(%)	43.59%	16.50%	3.38%	-25.76%
净利润(百万港元)	6.95	-38.98	-173.31	-112.69
增长率(%)	114.88%	-660.79%	-444.61%	-34.98%
毛利率	8.02%	8.28%	7.33%	8.06%
净利率	0.52%	-2.55%	-10.97%	-9.61%
每股收益(港仙)	12.20	-57.60	-2.11	-0.90

\* 2013 年和 2014 年数据为截至年底的 9 个月经营数据

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 投资要点

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

- **2014 年后 9 个月经营业绩:** 协鑫新能源(0451.HK) 3 月 26 日公告 2014 年后 9 个月的经营业绩。其中合并报表营业收入为 11.73 亿港元, 去年同期为 15.79 亿港元; 毛利 9,461 万港元(去年同期 1.31 亿港元); 股东应占亏损 1.12 亿港元; 每股基本亏损 0.90 港仙, 不派息。
- **财政年度日期变更, 光伏售电业务暂无明显贡献。** 公司所公告的经营业绩: 1、因为公司在 2014 年变更财年起止日期, 因此合并报表为 9 个月的经营数据。2、因为光伏电站大部分在 2014 年 12 月份并网, 因此收入主要是原有印刷线路板的业务收入, 光伏售电暂无明显业绩贡献。3、公司股东净利润亏损主要是购股权费用 9,189 万港元。若剔除此项开支, 原有线路板业务基本亏损约 2,000 万港元, 原有业务经营稳定。
- **年内成功增发股份筹集资金。** 2014 年公司完成股份认购及配售事项, 筹集资金 16.4 亿港元, 公司从森泰集团更为为协鑫新能源, 其中保利协鑫(3800.HK) 持有约 62.3% 股份。
- **光伏电站项目建设及收购进展迅速, 未来装机目标宏大。** 截止到 2014 年底, 公司并网光伏电站装机量达到 615MW(含收购 100MW)。去年开工的 1.1GW 中剩余的 500 多 MW 将于今年上半年并网, 公司计划 2015-2017 年分别并网 2GW、2.5GW、3GW。当前公司开工项目达 1.26GW, 二季度开工 1GW, 三季度开工 0.8GW, 四季度主要为 2016 年项目开发做准备。
- **三种模式开发项目, 全资持有项目。** 公司的项目开发分为自建、联合开发和并购三种方式。今年 2GW 的目标中, 自主开发大约 35%, 联合开发 35%-45%, 剩余为并购。联合开发项目的比例原则上采用本公司全资持股, 可能由于开发阶段在合作过程中会有股权设置上的考虑, 包括为保障股东利益, 可能采用分步走的方式, 但最终基本的原则是全资持有或者绝对控股, 公司一般不做项目的小股东。未来随着开发人员到位, 自主建设开发的比比例会大幅上升。
- **我们的观点:** 协鑫新能源作为协鑫集团控股下的专业从事光伏电站开发、建设和运营一体化的新能源公司, 具有专业性、技术和管理运作上的竞争优势, 依托控股股东强大背景, 公司未来几年规划新增运营光伏装机量目标宏大, 建议投资者积极关注。

- **风险提示：**开发建设和并购项目进展低于预期，光伏上网电价下调。

图表 1 协鑫新能源 2014 年(9 个月)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9个月	2013年9个月		
营业收入	1,172,864	1,579,782	-25.76%	光伏电站并网多在12月份，收入主要是印刷线路板业
销售成本	(1,078,255)	(1,448,936)		
毛利	94,609	130,846	-27.7%	毛利率从8.2%降至8.1%
其他收入	82,947	81,442	1.8%	
分销及推广成本	(16,900)	(25,855)	-34.6%	销售佣金减少
行政开支	(184,771)	(127,344)	45.1%	拓展新能源业务经营成本增加，收购造成的法律费用增加
购股权费用	(91,888)	—		购股权计划，激励管理层
其他开支、收益及亏损	(21,002)	(9,141)	129.8%	
经营利润	(137,005)	49,948	-374.3%	
应占合营企业亏损	(684)	—		
衍生工具公平值变动	—	(166,724)		
衍生工具已实现收益	57,324	—		
财务收入	1,760	301	484.7%	
财务费用	(18,648)	(30,262)	-38.4%	
除税前溢利	(97,253)	(146,737)	-33.7%	
所得税	(15,503)	(26,572)	-41.7%	递延所得税项减少
年度利润	(112,756)	(173,309)	-34.9%	
应占溢利				
本公司权益股东	(112,691)	(173,309)	-35.0%	
非控股权益	(65)	—		
基本EPS(港仙)	(0.90)	(2.11)	-57.3%	

资料来源：公司资料，兴证香港

### 业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

#### 1、公司当前的光伏并网量，在建装机量，装机目标？

去年电站建设方面，用了 4 个月时间，开工了 1.1GW，建成 615MW，收购 100MW，其中 500 多兆瓦今年上半年并网。未来发展规划宏大。今年新增建成并网 2GW，加上去年的 600MW，到年底会有 2.6GW 并网，2016 年计划 2.5GW，2017 年 3GW。

#### 2、今年预计新增的 2 个 GW 有多少是自建？多少是收购？

今年目标为 2 个 GW，其中自主开发的占 35%左右，更多为联合开发。自建、联合开发加上并购一共三种模式。今年由去年转过来的项目是 600 多 MW，加上已开工的一共为 1.26 个 GW。今年过年后新并项目差不多 200MW，加上去年 615MW，现在已经并网的基本达到 800 兆瓦。二季度开工在 1 个 GW 左右，三季度开工在 0.8 个 GW 左右，四季度开工主要是为 2016 年的准备，将会转到后年的开工量约 0.8 个 GW 以上。这是大概的计划。

#### 3、公司的项目开发模式中联合开发项目中公司持有多少股权？

关于开发的模式问题，今后我们立足自主开发，相信今后会逐年增加自主开发比例。目前自主开发比例为 30%，加上联合开发差不多 70-80%，随着开发人员的到位，自建能力会逐年大幅上升。

联合开发项目的比例原则上采用本公司全资持股，可能由于开发阶段在合作过程中会有股权设置上的考虑，包括为保障股东利益，可能是分步走的方式，但最终基本的原则是全资持有或者绝对控股，一般不做小股东。

#### 4、光伏项目日照时间、发电小时？

小时数涉及两个概率，一个是测算收益率的换算系数后的发电小时，一个是日照小时，如果江苏日照 1,800 小时，折算计算发电小时，江苏大概为 1,100 小时左右。模型测算日照为 1,550 小时，折算有效发电之后就是 1,200 多小时。

#### 5、公司的光伏项目回报率？

关于回报率问题，最低回报率（股权回报率 lever IRR）为 12%，但会随着融资成本而调节。

#### 6、去年并网的 600 多兆瓦，今年什么时候拿项目补贴？

关于补贴问题，国家现在财政部相关规定是电站建成以后上报才能够批下来，大概周期要一年多，批下来后补贴就能正常按季度结算。最近国家行政改革，个人认为补贴速度会大大加快，从一些渠道得到的信息来看，拿到补贴的时间也会加快。

#### 7、光伏项目限电率的问题？怎么看现在某些地方的弃光限电现象？

关于限电的问题，现在公司在各省市的电站投资，因为某一个省没有，因为有限电所以不去投资。在项目评审风控时，（有无限电）作为一个原则在做。做风控是首先考虑的第一个因素就是未来会不会限电，这是我们非常注重的一点。现在的项目没有有限电。

#### 8、关于今年约 2 个 GW 的项目建设，在融资方面怎样安排，会不会发新股、摊薄等问题？公司是否有负债率指标？比如超过了就需要再融资考虑？

今年 2 个 GW 的发展项目有很大的资金需求。一是股权融资方面，我们有个基本考虑，在现有股东利益不被或尽可能不被摊薄的情况下，我们会采取很多种融资手段，包括发债、我们的基金等多种方式都在进行当中。指导思想是不希望摊薄股东利益。二是建设资金方面，现在也在采取很多措施。中国内地很多商业银行纷纷加入光伏电站的投资当中，如招商银行、浦发银行及地方银行等，故融资渠道、条件较宽松，目前已拿到 200 多亿授信额度。

负债率有内部掌控的线来控制财务风险。电站本身收益较稳定，财务结构按国家规定内资企业为 1:4 的杠杆率。相对来说，尽可能维持这样的财务结构。

#### 9、在今年 2 个 G 瓦项目中，大概多少属于分布式的，分布式项目的回报率跟传统

### 电站回报率差别是多小？

关于分布式项目，去年做了 40MW 分布式，现在看来测算下来的收益率很好，甚至超过大的集中电站的收益率。实际中，今年可能还是会随国家政策支持力度来调整投资计划。因为现在在实际操作中还是存在一些客观上的问题，比如收费问题、时间上的定价问题、银行融资问题，所以我们在国家政策没有特别大调整、银行借款不能明确给予支持、盈利不是很稳定的情况下，我们也不会进行大规模投入，我们会根据政策做调整。我们更多是收集一些项目，增加项目储备，一旦等到商业模式和盈利模式稳定下来，再大规模实施。

### 10、今年电站全年大概发多少度电能不能给一个指引？

并网后电站发电量问题。电站建成后还有调试期、试生产期，与电网之间的沟通也需要时间，并网后内部还需要调整，但是时间都很短，我们今年会把发电量按月或按季进行公告。

### 11、今年公司上报的光伏项目有多少？多少已拿到政府批准？

今年上报项目数额较大，应该超过了 3 个 GW，甚至达到 5 个 GW。虽然报的项目数额大，但是能批多少是未知数。

### 12、公司的项目开发策略？

从开发角度讲，开发策略今年有很大变化：第一是去年公司成立时公司只有 18 个开发人员，到目前为止已经有接近 200 个开发人员；第二目前的管控模式今年全部改为省为实体的管控模式，即以省为单位，这样能很好的把省作为开发根据地。为支持开发，把建设、运维都下放到省里。以省为单位，目前形成省公司 20 多家；第三个变化是分布式，分布式可分为类内分布式和纯粹分布式两种。类分布式主要指渔光互补、农光互补、牧光互补等享受国家补贴的分布式，纯粹的分布式理解为在屋顶的分布式，屋顶分布式收益非常好但存在问题，目前为止贷款的口子还没有撕开。

纯粹分布式正在探讨一种金融和项目联合融资一起去推进的方式。纯粹的分布式的储备性能已超过 500 兆瓦，但是我们是谨慎推进，在融资问题得不到很好解决的情况下，不会大幅推进。但从现有情况看，我们非常有信心突破这个瓶颈，如通过融资租赁、打包的方式、产融结合的方式，可以拿到低成本的接近项目贷款成本的利息去支持我们纯分布式的发展。假如拿不到低成本的利息，即使高一个甚至两个百分点，电站的收益率也是高于普通电站收益率的，所以这是非常有前途的。另外小分布式系统的开发销售都是一个概念。

对于类分布式，农光、牧光等等，这是一个大的经营开发策略变化。过去开发大部分关注西北地区（新疆内蒙甘肃青海宁夏），甘肃现在弃光非常严重，我们甘肃以往没有项目，在甘肃也没有设子公司和省公司；对内蒙、新疆也有计划，首先是分析电网架构、电网强度，再去下手；对宁夏、青海也是一样。

为了达到上市公司稳定较高增长，我们开发去年定的策略是中西部均衡发展。西部公司收益高但不稳定，对上市公司长期来说有阶段性限电，中部地区这种情况基本不会遇到，所以要大胆开发中部地区，今年在布局上会加入河南、安徽、河北、山西、江苏、浙江、湖南、湖北、江西、海南等内陆城市。通过渔光、农光、牧光今年有大量示范项目，争取国家试验基地，河北曹妃甸做了很大的农光互补。类分布式单从投资上增加了，大棚、支架提高费用等，但这种项目的综合效益会远远超过纯粹的光伏电站，因为可以创造很多附加值，如牧光互补养牛羊，在新疆养一头牛补贴大概 1000 多元，一头羊也是 200 以上。农业大棚补贴 5000-2.5 万。去年我们也成立专门农业公司，通过农光互补协同推进，促进指标落实和经济效益提升。

**13、在公告披露中，有 97 个承诺的收购电站的资本承担，涉及多大规模的电站？其中多少是可归入 2015 年 2GW 的目标里？**

关于资本支出的问题，报表附注的注意事项里有一个约 97 亿的港币支出，其中 84 亿是上年年末的，从 12 月 31 至 3 月 25 日新增 13 亿港元，主要为项目收购和建设款。截止 3 月 25 日，我们披露了开工 1.26 个 GW，这是对这 1.26GW 的资本支出。

**14、在项目开发过程中，林地和土地的审批时间大概多长，对公司是否是一个难题？对今年全国 17.8 个 GW，能否完成政府目标？**

关于林地和土地的审批，在开发项目时，林地特别是超过 74 公顷以上的林地基本不碰，国家对此有明文政策，对 74 公顷以下的林地，会拖延开发时间，调整土地性质，我们也尽量不碰。第二从国家政策讲，特别是西北地区，最近林业部由部长带队在各地进行调研，预计对实际不是林地的林地会有很大开发，我们本身讲非常谨慎。对纯粹的土地审批时间很短。

关于林地这事，国家及相关部门也在进行一些调整，原来林业局和国土资源部对林地的划分有一些不同认识，最近国家相关部门正在协调，会对荒山和一些所谓的林地存在一些调整，为今年完成 17.5 个 GW 提供了土地基础，对完成 17.5 个 GW 目标很有信心，还有可能超过预期。

**15、协鑫集成那边有最低利润目标，是否有关联交易，公司对这个问题怎么看？有多大比例关联交易怎样控制关联交易价格？**

协鑫集成（2506.SZ）与本公司交易问题。协鑫集成的市场定位和我们不同，和保



利协鑫能源（3800.HK）也不同，协鑫（0451.HK）和保利协鑫（3800.HK）这三个团队都是各自的专业团队，分工很明确，且交易方式以市场化进行，今后会把相关国家的规定落实到流程上，来避免关联利益的交易。要增加透明度，交易活动要及时地让外部董事和投资人知晓，交易数据也会公布供大家比较监督。总体上，会以市场化基础来进行交易。协鑫集成他的完成取决于其自身的竞争能力。

去年用 4 个多月开发 1.2 个多 GW 的大项目，和母公司的支持分不开，资金方面、供应链上也有所支持，但这是一个市场化的前提上进行的，协鑫（0451.HK）作为独立上市公司，也会遵守各种交易规则。

#### 16、跟 750（兴业太阳能 0750.HK）合作的 500 个兆瓦的合作进行怎样了？

合作落实情况确实不太理想，但是大家彼此很努力，都在寻求合作上、模式上及分布式的探讨。我对总体完成目标还是有信心，但具体合作方式还需探讨，银行方面支持不支持、项目储备合适不合适、具体测算等问题，还是有难度。

#### 17、保利协鑫（3800.HK）与公司的合作以及现在建造成本每瓦多少钱？

关于造价问题，目前度电成本控制对本公司来说是一项巨大优势，协鑫集团是最早在中环做 EPC，但中环后面不做了。公司成立后很快就吸引了很多原来人才。从系统设计优化的角度来讲，我们有非常领先的理念，扎实的基础，所以我们纯粹的 EPC 成本可以控制在 7 块钱以下，不含基础系统及其他因素。从大股东的角度，关联交易只要公平公正公开透明，但大股东确实是国际上最好的硅片生产商，其生产的高效用硅片正好体现我们的优势。在公开情况下，我们采用他们的硅片制作组件是我们非常大的竞争力之一。

我们现在有设计研究院，今年我们的项目要大量使用新技术，这种技术的使用大陆过去非常谨慎，但是技术非常成熟，在美国市场有 60-70% 大量使用，甚至 70% 以上，今年我们能占 20-30% 甚至 30-40% 的份额，海南能提升 20% 发电量。我们对高科技产品非常注重研究与开发，最近我们开发的非常成熟的机器人清扫机，即对组件进行清扫，可提高 5% 发电量，但投资非常少，基本半年多一点就可以收回全部投资，所以科技创新、金融创新、通过系统优化，在控制成本方面我们可以做到整体一流，特别是能降低度电成本，希望能成为引领这个行业快速进入平价电的公司，我们也对此有信心。

## 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。