

未评级

协合新能源 (0182.HK)

EPC 业务大幅增长，光伏装机量占比提升

市场数据

报告日期 2015.03.24

收盘价(港元)	0.485
总股本(亿股)	89.46
总市值(亿港元)	43.39
净资产(亿港元)	56.54
总资产(亿港元)	107.90
每股净资产(港元)	0.63

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万港元)	959,046	1,099,819	1,882,610	3,549,639
增长率(%)	-22.41%	14.68%	71.17%	88.55%
净利润(百万港元)	372,209	40,386	151,127	318,111
增长率(%)	-12.88%	-89.15%	274.21%	110.49%
经营利润率	41.52%	17.99%	16.44%	12.62%
净利率	38.81%	3.67%	8.03%	8.96%
每股收益(港仙)	5.03	0.55	2.03	3.62

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

相关报告

会议纪要_20140108
调研纪要_20140711

投资要点

- **2014 年业绩大幅增长。**协和新能源(0182.HK, 原名“中国风电”)3月19日公告 2014 年年度业绩, 收入增长 88.5%至 35.49 亿港元(去年同期: 18.82 亿港元); 纯利升 110.5%至 3.18 亿港元(去年同期: 1.51 亿港元); 每股基本盈利 3.62 港仙(2013 年同期: 2.03 港仙)。公司收益和盈利均实现大幅增长, 主要原因是 1、新开工项目增多使得 EPC 收入增加。2、太阳能发电量增长及太阳能电厂盈利的增加。3、存货拨备减少和同比去年无清洁能源发展机制(CDM)应收账款减值损失。董事会建议不派发末期股息。
- **EPC 板块项目收入大幅增长。**2014 年度, 公司承接对外及对内共 20 个项目(1.212MW) EPC 总承包, 部分项目已实现投产发电, 江苏泗洪、内蒙古四子王、达茂风电项目进展顺利。另外还完成风(光)资源评估和技术咨询报告 138 项, 可行性研究报告 41 项, 施工图设计 13 项, 实现收入 31.87 亿港元。与华电福新的风电合作, 由于 850MW 项目打捆谈判及申报较为拖沓, 以及后来南方降雨影响至部分项目工期拖延, 2015 年公司将采用项目单独洽谈方式与华电福新合作, EPC 的收益率也有望提升。另外, 去年合作的 850MW 项目将全部在今年完工并按工程量确认。
- **光伏装机量占比大幅提升。**2014 年度, 公司权益发电总量 11.14 亿千瓦时, 其中光伏发电量 2.48 亿千瓦时, 增长 81.78%, 风电发电量 11.14 亿千瓦时, 同比下降 2.79%。风力发电量的减少主要由于公司出售部分已建成但限电严重或存在潜在限电风险地区的电厂, 同时全年来风偏小, 低于过往年度平均风电利用小时数。2014 年公司风电权益装机量增加 81 兆瓦, 光伏新增 260MW。截至 2014 年年底, 公司风电总装机量 1.5GW, 权益装机量 632MW, 光伏总装机容量 330.78MW, 权益装机容量 326MW, 项目基本上位 100%控股权益, 光伏装机量占总装机量达 33.88%。
- **风、光项目资源储备充足。**2014 年, 公司风电项目 15 个总计 734MW, 光伏项目 7 个总计 80MW 获得核准或备案。2014 年, 公司共签约风资源 1,250MW, 新签署太阳能资源 2,045MW。目前共拥有风电资源储备超过 28GW, 光资源储备约 8GW, 为公司可持续发展提供保障。
- **我们的观点:**协和新能源具有独特的业务结构和经营模式, 公司储备较多的风光储备资源和项目, 经营在模式上采用 EPC 现金流变成风光电厂运营。2015 年随着公司光伏装机

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

量的持续提升，公司的业务结构不断优化，与华电福新合作方的 EPC 项目的不断推进，公司的业绩有望实现快速提升，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**EPC 项目开工、投产延迟；运营电厂利用小时数不及预期。

图表 1 协合新能源 2014 年业绩主要财务指标变动情况

		单位（千港元）			
会计年度	2014年	2013年	同比变动	点评	
收入	3,549,639	1,882,610	88.55%	EPC项目的增加以及业务多元化发展，光伏发电量的增加	
其它收入	25,383	46,401	-45.30%	政府补助减少	
其它收益，净额	166,487	177,204	-6.05%	电厂股权交易	
汇兑收益，净额	3,765	10,538	-64.27%		
开支					
建设及已售存货成本	2,916,660	1,436,399	103.05%		
存货减值	-	39,934		今年无	
雇员福利开支	149,861	149,965	-0.07%	人工略有减少	
折旧及摊销	109,431	63,991	71.01%		
经营租金	4,052	2,537	59.72%		
其它开支	117,358	114,438	2.55%		
财务成本	105,722	103,496	2.15%		
应占联营公司之业绩					
应收账款减值前之应占业绩	7,645	3,272	133.65%		
应收账款减值	-	73,785		今年无	
应占合营企业之业绩					
应收账款减值前之应占业绩	42,062	59,994	-29.89%		
应收账款减值	-	(73,785)			
除所得税前溢利	391,897	193,094	102.96%		
所得税开支	(73,786)	(41,967)	75.82%		
本期间溢利	318,111	151,127	110.49%		
溢利归属					
本公司权益持有人	317,188	151,117	109.90%		
非控制性权益	923	10			
	318,111	151,127	110.49%		
基本EPS (港仙)	3.62	2.03	78.33%		

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。