

会议摘要  
新能源

未评级

联合光伏 (0686. HK)

## 连发可转债融资，电站项目自有资金到位

## 市场数据

报告日期	2015.04.22
收盘价(港元)	1.21
总股本(亿股)	47.41
总市值(亿港元)	57.37
净资产(亿港元)	18.20
总资产(亿港元)	90.86
每股净资产(港元)	0.50

数据来源: Wind

## 相关报告

业绩点评\_20140903  
会议摘要\_20141011  
业绩点评\_20150327

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:

2015年4月21日下午,联合光伏(0686.HK)CEO李总,CIO罗总,新闻发言人姚总通过路演网系统就公司公告近期的发行可转债及公司的经营规划与投资者进行了沟通交流。

## 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,从招商局各子系统单位获得电站开发的大力支持。今年公司从过往的纯收购电站后运营转向收购与自建项目并行。当前公司光伏电站项目储备2GW,今年计划自建和并购电站1GW(自建300MW),公司通过向多家知名机构发行可转债获得项目资金近30亿元,投资的1GW电站项目自有资金到位,其余资金将通过银行融资。公司积极进行管理创新和金融跨界创新,率先在业内进行电站开发的资金众筹模式,建议投资者密切关注公司电站并购进展的公告情况。

## 公司近期公告:

- 1、联合光伏4月17日公告,公司与涛石公司订立认购协议,公司有条件同意发行而涛石公司有条件同意认购金额为港币12.6亿元的可换股债券。发行可换股债券年利率7.5%,期限3年,初步转换价港币1.03元,如果全部转换为股份,将发行12.23亿转换股,占公司已发行股本的25.8%,筹得所得款项净额约港币12.59亿元,所得资金将为收购透过特殊目的实体目标公司提供资金。同时,董事会建议增加法定股本100亿股至200亿股股份。
- 2、联合光伏4月20日公告,公司向招商基金发行港币524,803,198.80元可换股债券,基于初步转换价每股转换股份港币1.03元,可换股债券可转换为509,517,668转换股份,相当于截止本公告日期,本公司已发行股本的10.75%以及本公司经配发及发行转换股份所扩大已发行股本的9.70%。
- 3、联合光伏4月21日公告,公司向复星国际发行1500万美元年利率为7.5%的有抵押可换股债券。。假设按初步转换价港币1.03元悉数行使转换权,将发行共计112,864,077股转换股份,占于本公告日期本公司已发行股本的约2.38%及经配发及发行转换股份扩大后本公司已发行股本的约2.33%。

## 会议要点:

### 1、公司未来获得收购资金的可持续性?

未来我们会跟更多的机构投资者包括大银行洽谈合作,我们相信我们的资金获取能力具有极强的可持续性,也请大家密切关注我们的公告。

### 2、公司 2015 年自建电站和收购电站的规模? 公司的储备项目数量?

2015 年我们电站并购和自建规划总数 1GW(自建 300MW),这是一个保守的数字,我们手上已有 2GW 的项目储备,目前 1GW 项目建设及收购资金有了,当前我们正在跟内蒙古、青海、宁夏、甘肃、和新疆一些公司洽谈 2016 年的合作项目。

目前公司掌握超过 2GW 电站资源主要分布在西部地区,其中也有一些分布式的电站,在东部有一些农光互补式电站。今年重点在分布式电站上有突破,目前在徐州有农业大棚电站运行非常好,在河北、山东建一些农光互补式电站,也会在北京市建分布式样板项目。

### 3、公司项目收购进展以及自建项目投产日期?

光伏电站已安装好的大约有 15 家企业正跟我们在洽谈,他们把并网后的电站给我们收购,但是鉴于敏感性信息,具体进展需要等到公告。我们现在正派出我们的竞标团队,只有通过了竞标,风控团队才开始审批,在不久的将来大家会很快看到我们的并购进展公告。

我们的自建开发团队今年开始启动,自主开发的电站在年底才会有建成。

### 4、1GW 的项目的资金需求? 发的几个 CB 资金是否足够?

1GW 的电站投资量需要看不同的情况,高原的地方金额就比较高,包括用工、材料的运输成本都比较高,当然现在成本下降也比较快。根据我们的测算,如果在东部地区,成本在 8 元左右,包括收购成本。但是在高寒地带,会上升到 10 块左右,但高寒地带发电小时数会接近 1,700-1,800 小时,在东部地区发电小时数在 1,100-1,200 左右。

已发行的 4 个 CB 就可以解决今年 1GW 项目资金需求,1GW 总投资 90 亿元的话,资本金只需要 30 个亿,剩下的都是银行的贷款资金。

### 5、CB 转股在香港市场上有期限约定吗?

现在对招商基金、平安,复星和东方资产发行的 CB,我们的设置都是有半年期的限制,在半年后,三年内在任意时间可以转股。

#### 6、可转债 CB 的利率定在 7.5% 的水平？

CB 的利率定在 7.5%，因为我们的全投资收益率是 9%，自己开发项目在 12% 左右，对于全投资项目来讲也是有利润的。更重要的，CB 发行对象是针对在中国有影响力的企业，像涛石背后的平安，光伏的推广需要有影响力的机构的进入。目前的 7.5% 的利率可以接受的，随后的跟其他金融机构的合作利率已经在降了。

公司的融资成本在 7-7.5% 之间。并购基金成本这一轮利率是 7.5%，但是接下来会持续下降。

#### 7、使用银行资金杠杆后，光伏电站的收益率可以做到多少？

我们经过测算，杠杆率是 70%，自有资金收益率会达到 10% 左右，或者超过 10%。

#### 8、电站陆续收购后，如何保证能克服整合难度并及时产生经济效益？

电站收购后，不存在整合难度，因为电站都是新公司不是旧公司，并网后就可以立即产生现金效应。现在的光伏电站都是现代化的系统，都是无人值守的，但是我们的光伏电站都配备了一定的人员，但数量与传统火电相比具有相当大的差距，比如说在青海的一个电站只 5-6 人，所以我们的电站能够非常迅速的整合在一起，产生规模效应。

#### 9、今后光伏电站投资成本趋势如何？未来光伏电价下调？

光伏电费补贴的下调要根据效率的提升、成本的下降综合考虑，这个国家会有监控。国家补贴让光伏这种清洁能源能够走进千家万户。

今年三月新环保法正式实施，传统能源的生产成本会不断上升，环保要求也越来越高，而新能源的发电效率则不断提升，成本不断下降，此长彼消，在不久的将来会进入光伏电价平价上网的时代。

#### 10、公司目前主要通过可转债融资，如果 CB 未来换股后现有股东的股权会被大幅度摊薄，请问公司未来资本开支的计划以及融资中股权融资和债券融资的比例？

实际上就是 15、16 年我们会有一定的融资，等到公司有总计 5GW 的项目，规模效应就产生了，我们有 75 个亿的售电收入，差不多利润会接近 20 个亿，如果拿 10 个亿的现金用于扩大投资，资金就会比较充足。

我们在现在进行快速的扩张就是电站装机量不断提升，需要用资金把电站的规模迅速的扩大，成为中国、世界上前几名的电站运营商，这是最重要的东西。

#### 11、根据国家能源局的统计，今年一季度光伏并网超过 5GW，量比较大？

今年一季度能增加这么多，是因为去年没能赶上并网，拖到今年第一季度。还有一个重要的原因，这次光伏的发展正式列入国务院的发展报告当中，这是历史性的时刻，中央从上到下做好了进入环保时代的准备，这是一个分水岭。

#### 12、公司所拥有电站是否遇到限电问题？

大部分项目没有限电的问题，因为我们并购的时候考虑到这个问题，避开了限电严重的地区，但是嘉峪关的电站遇到了这个问题。据我们收到相关的信息，今年嘉峪关有一个变电路要通过验收，相信今年年底就会解决这个问题，我们看到国家包括能源局、电网都做了史无前例的迎接新能源大规模应用的准备。

#### 13、公司的股权激励？

去年 12 月份，我们有一个股权激励的公告，具体的金额查看联交所的公告。

#### 14、招商局对联合光伏的态度如何？

几个方面来看，第一，招商局在去年 12 月份增持公司股份，招商银行和招商证券共同持有的招商基金也跟我们签了协议，同时昨天公告 5.2 亿元现金已经到了公司账上。

另外也可以去招商局的官网看去年 11-12 月的公告，我们跟招商物流签了战略合作协议，合作中包括招商物流帮助联合光伏在全国开发电站，甚至在一路一带海外市场帮助联合光伏开发电站，这是一个非常重要的资源。

招商地产也跟我们联合光伏在洽谈，包括在招商地产未来的楼盘当中，包括社区项目中，推广我们联合光伏的产品，我们也希望通过招商地产全国的低碳社区、楼盘里面把我们的光伏的小型发电系统，光伏瓦进入到千家万户。

这些都体现招商系统各种资源的整合，更重要的银行已经正式出钱支持我们，包括正式洽谈合作成立基金。

招商集团是否会进一步增持公司的股权是敏感信息，一定要等到相关的信息公告，我只能说不排除各种可能性。从另外一个角度讲，因为招商资本正在成立新能源并购基金，可以帮助我们收购更多的优质电站资源，也是变相的增持公司的股份。

#### 15、如何看中节能太阳能科技股份有限公司，它是公司直接的竞争对手吗？

中节能是国内专业的太阳能电站的运营商，也有自己的产品，对于我们这种纯粹的电站运营商来说，他们和我们不在一个层面，我们没有任何的工厂。第二，我

们看到了国家能源局公布的电站总数是 17.8GW，这个市场这么大，我们才做 1GW 多，这个市场非常巨大，我想不存在竞争的关系。

**16、会不会在公开市场进行股份配售？**

我们在公司的内部达成共识，在未来 12 个月内不会在公开市场配售，但是会向知名企业定向配售，这些知名企业是要对全球的节能环保和中国的亿万民众起到表率作用，对于这样的一些知名的机构投资者，才会考虑定向配送。

**17、公司如何看待苹果公司进入中国光伏电站市场？**

中国市场正变成全球最亮丽的光伏市场，我相信不光是苹果公司，还有更多的国企巨头会看到这个市场，我希望更多的国际企业与光伏企业合作建立光伏电站，这是他们体现社会责任、提升企业形象的最好方式，这也是苹果对于中国市场的重视程度，提升品牌的一个好案例。

**18、银行对光伏电站项目的资金贷款态度？**

银行对于光伏电站资金支持方面，政策性银行像国开行是支持的，商业银行现在正在逐渐放开，也有一些商业银行已经做了对光伏电站的信贷支持，逐渐放开是一个好的趋势，我们预计多数商业银行会放开对于光伏电站项目的融资贷款。对于我们来讲，收购电站和自建项目的银行贷款没有明显的差别，因为贷款的额度都是总投资额的 70%，自有额度 30%。

**19、公司与华为合作开发管理系统以运营光伏电站进展？**

与华为合作已经进行了差不多两年，目前我们两家在蛇口建立了智能运维中心，这个系统由华为帮我们做整体设计，这个系统将来会管理联合光伏在国内的电站，乃至在海外的电站。

**20、公司分布式项目和光伏电站的比例？**

分布式是未来国家的一个重要的方向，联合光伏作为专业的电站运营商，需要保持均衡的发展态势，也就是在西北地区，地面电站会保持比较大的比重，也同时开始在东部进行分布式电站的布局。

**21、光伏产业链成本下降看法？**

我们很欢迎成本的下降，这是让绿色能源进入千家万户的一个重要的因素，这也包含我们融资成本的下降，我们看到刚刚央行降准，未来降息也会到来。

**22、如何评价汉能和其薄膜技术？**



我们不评价其他公司的技术问题，我们作为电站运营商，我们从电站投资的角度去考虑，我们欢迎新的太阳能发电材料层出不穷，未来是创新的时代，我们希望更多创新层的公司出现，我们欢迎他们跟我们洽谈电站合作。

### 23、公司会收购分布式电站吗？

我们也收购分布式电站，但是对小型的分布式电站，我们需要整合，因为一个小的分布式电站收购过程和大的项目收购流程是一样的，我们欢迎有分布式电站的开发商跟我们合作，最好是有一定的数量规模。

### 24、联合光伏的竞争优势？

首先，我们的管理在行业中是领先的。不光是在光伏行业，在董事会、业务管理、信息管理上都有招商局派过来的人，在风控系统，现在并购用的都是德国的 TOB 系统，他们这些国际机构使得电站质量达到国际顶级水平，我们还用了国际排名第一的审计机构 PWC。

第二，技术创新和金融创新，我们有世界第一个数据监测 App 系统，大家可以在 AppleStore 和安卓上下载，下载注册后，大家可以查看我们在全中国每一个电站，包括实时的监测数据系统和无人机的监控影像，所以我们是行业中能够跨界创新的领先企业。同时我们也有金融创新，我们创办了第一个众筹的金融创新，我们推出了 VIP 众筹，可以通过监控把他们的名字传给大众，我们马上会推出万家众筹，我们把金融跨界和技术整合在一起，我们希望有更多的创新，更多的技术跨界整合。

第三个我们的储量非常丰富，我们手上有 2GW 的电站储备，其中差不多有 300 多兆瓦是我们自己团队开发，从去年的并购形成了并购和自助开发并行的模式。

最后，资金也是一个重要的原因，我们的第一大股东-招商资本已经在设立投资基金，将会帮助我们解决资金的问题。同时我们看到招商银行和招商证券成立的招商基金的资金已经到位，用于收购了新疆电站。因此，很多的金融机构也是基于这样的原因纷纷跟我们合作。

## 【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。