

## 00182.HK 协合新能源

未评级

## 发电量快速提升，利润同比大增

2016年04月05日

## 市场数据

报告日期	2016.04.05
收盘价(港元)	0.385
总股本(亿股)	87.37
总市值(亿港元)	33.64
净资产(亿港元)	57.56
总资产(亿港元)	144.2
每股净资产(元)	0.63

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	1,100	1,883	3,550	4,321
同比增长(%)	14.70	71.18	88.53	21.72
净利润(百万港元)	40	151	317	508
同比增长(%)	-89.15	274.18	109.90	60.17
净利润率(%)	3.64	8.02	8.93	11.76
净资产收益率(%)	0.90	3.21	5.97	9.00
每股收益(港元)	0.01	0.02	0.04	0.06

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 相关报告

会议纪要-20140108  
 调研纪要-20140711  
 业绩点评-20140821  
 业绩点评-20150324  
 业绩点评-20150812

## 海外新能源研究

分析师: 刘小明  
 liuxiaoming@xyzq.com.cn  
 SFC: AYM804  
 SAC: S0190516020001

## 投资要点

- **收入利润快速增长。**公司 2015 年全年实现收入 4,321 百万港元, 同比增长 21.7% (2014: 3,550 百万港元); 归属股东净利润 508 百万港元, 同比增长 60.2% (2014: 317 百万港元)。EPS 为 5.73 港仙, 同比增长 58.3% (2014: 3.62 港仙)。公司收入和利润的增长主要是公司权益发电量迅速增长, 同时 EPC 业务量亦快速增加。
- **EPC 业绩出色保证公司整体业绩增长。**公司 2015 年共承接外部以及内部 EPC 总承包项目 21 个 (主要是与华电福新的合作项目), 共 998MW, 实现收入 3,678 百万港元, 同比增长 15.4%, 是公司整体业绩实现快速增长的重要保证。预计未来两年 EPC 业务规模将每年增长 10-15%, 为公司的电站项目投资提供稳定的现金流。
- **运营电站容量快速增长带动发电量显著提升。**2015 年公司新增投产 12 间风电合太阳能电厂, 总装机容量达到 365MW, 权益装机容量 291MW。公司未来将每年新增 300-400MW 权益装机容量, 其中约 1/3 是太阳能电站, 2/3 是风电站, 到 2018 年底总权益装机容量不低于 2.3GW, 即相比目前权益装机容量翻一番。
- **在建电站项目均位于非限电区域。**公司目前风电在建项目容量 240MW, 施工准备阶段 48MW、太阳能在建项目容量 110MW, 全部位于非限电区域。
- **成功注册发行全国首单绿色债券。**公司已于 3 月末成功注册了全国首单绿色债券, 金额为 5 亿元人民币。
- **我们的观点:**公司是垂直一体化的风电以及太阳能建设和运营企业, 受益于与华电福新的合作, 公司的 EPC 业务可以稳定发展, 进而为公司的电站开发运营提供现金流。未来三年内公司的运营电站容量仍将进一步提升, 发电利润占比将逐渐增大。根据 Wind 一致预期, 公司 2016、2017 年的预测 EPS 分别为 0.07、0.09 港元, 对于目前股价 P/E 分别为 5.23 倍和 4.45 倍。我们建议投资者密切关注。
- **风险提示:** EPC 业务收入下滑; 电站建设投产进度不及预期;

## 报告正文

## 2015 年业绩点评

- **收入利润快速增长。**公司 2015 年全年实现收入 4,321 百万港元, 同比增长 21.7%(2014:3,550 百万港元); 归属股东净利润 508 百万港元, 同比增长 60.2%(2014:317 百万港元)。EPS 为 5.73 港仙, 同比增长 58.3%(2014:3.62 港仙); 公司 2015 年派发了中期股息每股 1 港仙, 不派发末期股息。公司收入和利润的增长主要是公司权益发电量迅速增长, 同时 EPC 业务量亦快速增加。
- **EPC 业绩出色保证公司整体业绩增长。**公司 2015 年共承接外部以及内部 EPC 总承包项目 21 个(主要是与华电福新的合作项目), 共 998MW(2014 年: 20 个项目, 1,212MW); 完成风(光)资源评估和技术咨询报告、设计报告共 219 个(2014:192 个)。该业务板块 2015 年实现收入 3,678 百万港元, 同比增长 15.4%(2014:3,187 百万港元), 是公司整体业绩实现快速增长的重要保证。预计未来两年 EPC 业务规模将每年增长 10-15%, 为公司的电站项目投资提供稳定的现金流。
- **运营电站容量快速增长带动发电量显著提升。**2015 年公司新增投产 12 间风电合太阳能电厂, 总装机容量达到 365MW, 权益装机容量 291MW, 其中风电厂 4 间, 装机容量 181MW, 权益装机容量 120MW; 太阳能电厂 8 间, 总装机容量 184MW, 权益装机容量 171MW。截止 2015 年末, 公司共持有 49 间并网发电的风电和太阳能电厂, 总装机容量达到 2,196MW(2014:1,832MW), 权益装机 1,250MW(2014:958MW), 其中风电厂 32 间, 装机容量 1,681MW, 权益装机容量 753MW; 太阳能发电厂 17 间, 装机容量 515MW, 权益装机容量 497MW。迅速增加的电站装机容量带动了公司 2015 年的发电量大幅增长, 成为公司最重要的业绩增量。2015 年公司权益发电量为 156,576 万千瓦时, 同比增长 40.52%(2014:111,429 万千瓦时), 其中风电权益发电量为 103,720 万千瓦时, 同比增长 19.8%(2014:86,591 万千瓦时); 太阳能权益发电量 52,856 万千瓦时, 同比增长 112.8%(2014:24,839 万千瓦时)。运营电站全年收入约 540 百万港元, 同比增长 125.8%(2014:239 百万港元), 成为公司全年最主要的业绩增量。公司未来将每年新增 300-400MW 权益装机容量, 其中约 1/3 是太阳能电站, 2/3 是风电站, 到 2018 年底总权益装机容量不低于 2.3GW, 即相比目前权益装机容量翻一番。
- **风电运营表现低于行业平均, 太阳能电站表现优异。**公司运营风电厂 2015 年利用小时数为 1,618 小时, 同比下降 47 小时(2014:1,665 小时), 低于行业平均 1,728 小时; 公司风电厂平均弃风率 20.4%, 同比增加 6.3 个百分点(2014:14.1%), 亦高于行业平均弃风率 15%。但公司太阳能电站表现优异, 大幅领先行业平均, 利用小时数为 1,553 小时, 遥遥领先行业平均 1,133 小时, 弃光率为 2.16%, 亦遥遥领先行业平均(约为 10%)。风电运营表现主要受累于公司在内蒙古以及东北地区的电站于 2015 年弃风限电加剧, 而公司的太阳能电站绝大部分均位于不限电地区。公司目前权益装机容量中 63%(783MW) 位于非限电地区, 22%(274MW) 位于一般限电地区, 只有 15%(193MW)

位于严重限电区域。上网电价方面，公司 2015 年风电平均上网电价 0.5585 元/千瓦时（2014:0.5631 元/千瓦时），太阳能上网电价 1.016 元/千瓦时（2014:1.075 元/千瓦时），均有一定程度下降，随着能源局在 2015 年 12 月下调风电和太阳能上网电价，预计 2016 年公司上网电价将进一步下调，但幅度会低于行业平均下调幅度，因为公司新增项目均位于南方四类区域。

- **在建电站项目均位于非限电区域。**公司目前风电在建项目容量 240MW，施工准备阶段 48MW 均位于南方非限电区域，且上网电价为 0.61 元将不受 2015 年 12 月的电价调整影响；太阳能在建项目容量 110MW，也全部位于非限电区域。大量非限电区域的电站项目投产将进一步提升公司的运营表现和投资回报。
- **成功注册发行全国首单绿色债券。**绿色债券是指将所得资金专门用于资助符合规定条件的绿色项目或为这些项目进行再融资的债券工具。发改委于 2016 年 2 月份印发了《绿色债券发行指引》以推进绿色债券相关工作。公司已于 3 月末成功注册了全国首单绿色债券，金额为 5 亿元人民币。
- **我们的观点：**公司是垂直一体化的风电以及太阳能建设和运营企业，受益于与华电福新的合作，公司的 EPC 业务可以稳定发展，进而为公司的电站开发运营提供现金流。未来三年内公司的运营电站容量仍将进一步提升，发电利润占比将逐渐增大。根据 Wind 一致预期，公司 2016、2017 年的预测 EPS 分别为 0.07、0.09 港元，对于目前股价 P/E 分别为 5.23 倍和 4.45 倍。我们建议投资者密切关注。
- **风险提示：**EPC 业务收入下滑；电站建设投产进度不及预期；

表 1：协合新能源 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

	单位(千港元)			点评
	2015	2014	YoY	
收入	4,321,302	3,549,639	21.7%	EPC收入增长，发电收入迅速增长
其他收入	38,708	25,383	52.5%	主要是利息收入增加
其他收益，净额	33,585	170,252	-80.3%	主要是出售附属公司之一次性收益增加
开支				
建设及已售存货成本	(3,312,662)	(2,916,660)	13.6%	
存货减值	(10,510)	-		
应收合营企业款项撤销	(13,848)	-		
雇员福利开支	(146,449)	(149,861)	-2.3%	
折旧及摊销	(166,231)	(109,431)	51.9%	
经营租金	(20,846)	(4,052)	414.5%	
其他开支	(144,399)	(117,358)	23.0%	
财务成本	(115,475)	(105,722)	9.2%	银行贷款增加
应占联营企业业绩	17,525	7,645	129.2%	电站售电利润增长
应占合营企业业绩	68,284	42,062	62.3%	电站售电利润增长
除所得税前利润	548,984	391,897	40.1%	
所得税费用	(42,601)	(73,786)	-42.3%	所得税绝对额减少，同时递延税项减少
年内利润	506,383	318,111	59.2%	
本公司拥有人	508,053	317,188	60.2%	
非控股权益	(1,670)	923	-280.9%	
EPS (港仙)				
基本	5.73	3.62	58.3%	
摊薄	5.72	3.62	58.0%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 业绩发布会 Q&A(2016.3.29)

**1、公司与华电福新的合作预计今年 EPC 可以做多少 MW？公司目前 EPC 的定价以及利润水平？**

EPC 项目目前与华电福新在谈的有 500MW，公司 EPC 的项目全口径净利润率在 5% 左右。以 50MW 项目为例，净利润在 2,000 万港币-2,000 万人民币之间。

**2、公司目前的风电和太阳能的造价水平？**

根据各个地方不同而不同，但基本在 7-8 元/瓦。风和光的造价基本趋于一致了，光成本的不确定因素主要是征地成本，而风的主要不确定因素主要是施工条件，公司在南方主要在山顶上建设。

**3、公司是否还有售出部分电站的计划？**

公司目前仍然在积极的推进一些限电电站的出售工作，但有些困难，仍需时间。

**4、公司目前的融资成本？2016 年是否还有下降空间？**

融资成本目前在 5-5.5% 之间，2016 年仍然会有下降空间，因为公司的融资项目都是半年或者一年调息一次，过去一年的央行降息将逐步体现，融资成本将降至 5% 左右，公司的融资成本会在央行基准利率上浮 5% 左右。

**5、公司目前现金较多，负债比例也不高，每年的装机目标是不是过于保守？**

公司目前现金是有，但是国家补贴欠款也较多，加之电价调整的节点设置导致风电设备较为紧俏，所以公司在新建电站方面较为保守。

**6、公司作为民企，在制度方面如何体现灵活性与市场上的国企竞争？是否会有些董事的股权激励计划？**

公司机制较为灵活，去年回购了一些股票，并对管理层进行了期权激励，但是股价上不去期权就失效了，所以公司进行了股票激励。

**7、公司的政府补贴到账周期？**

公司的国家补贴到位时间在 1.5-2 年，在行业中相对较好。

**8、EPC 业务去年利润率相比前年有较大的增长，是什么原因？2016 年是否可以维持？**

原因主要是：1) 几个项目的成本控制较好；2) 财务成本有所降低。2016 年预计 EPC 可以维持目前的利润率，工期可能会更加缩短。

**9、2016 年利用小时数的指引？**

今年如果可再生能源配额制提到的保障性收购能够落实，加之电改进入逐渐推进阶段，相信 2016 年会好于 2015 年。

**10、今年的装机目标 300-400MW 多少来自华电福新？运维方面的合作前景？**

今年的装机增量大多还是来自华电福新，仍然是执行 2013 年签订的名单里项目。公司去年已经给华电福新的几个项目提供了运维服务，预计今年规模还会扩大。

## 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** 报告发布日后的 12 个月内公司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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。