

0686.HK 联合光伏

未评级

领跑者项目并网，发电量快速上升

2016年7月21日

市场数据

报告日期	2016.7.21
收盘价(港元)	0.59
总股本(百万股)	4,839
总市值(百万港元)	2,807
净资产(百万港元)	2,582
总资产(百万港元)	15,019
每股净资产(港元)	0.52

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A (RMB)
营业收入(百万港元)	225	340	524	937
同比增长(%)	-73.3	50.8	54.2	113.5
净利润(百万港元)	-815	-2,305	367	361
同比增长(%)	29.1	-182.9	115.9	17.4
净利润率(%)	-361.5	-678.4	72.0	39.8
净资产收益率(%)	-154.5	-685.9	32.3	19.8
每股收益(港元)	-0.93	-1.38	0.09	0.08

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **事件:** 实地参观联合光伏位于山西大同采煤沉陷区的100MW光伏领跑者项目,并与公司管理层以及电站管理人员进行交流。
- **招商新能源成为公司第一大股东。**公司是中国领先的专注太阳能发电站的投资运营商,主营业务为光伏电站的开发、投资、运营及管理。目前,招商新能源已成为公司第一大股东,持股比例为24.05%。招商新能源是招商局集团旗下专业从事新能源投资的平台控股公司,而招商局集团是中国第一家央企,具有超过140年历史,是驻港四大央企之一。公司未来将依托招商新能源大股东优势,快速有效地推进光伏电站项目的建设、收购与运营。
- **发电量攀升,助力公司业绩上扬。**公司2015年实现营收约937百万元,同比增长113.5%。净利润约361百万元,同比增长17.4%。其中电力销售2015年营收为175百万元,电力销售补贴为455百万元,共占营收的67.3%。公司2016年第二季度太阳能发电站的总装机容量为996兆瓦,发电量为342,421兆瓦时,同比增长51%。随着公司发电量的不断攀升,将助力公司业绩上扬。
- **领跑者项目并网,未来或中标更多项目。**公司2015年8月获得山西大同采煤沉陷区100MW光伏电站项目,成为首批入选领跑者计划的光伏企业之一,项目已于2016年6月24日成功并网并开始发电。国家能源局计划在2016年新增8个光伏领跑者技术基地,将光伏领跑者示范基地的规模扩大至550万千瓦。公司作为“领跑者计划”的领跑者,预计未来或将中标更多领跑者项目。
- **加快推进光伏电站收购扩张,项目储备丰富。**公司光伏电站项目以收购为主,辅以自主开发建设。公司收购条件严格,收购的电站项目要求已并网发电、内部回报率不低于8%、具备有效的购电合同及卖方提供发电量保证。这样既能规避电站开发、建设期的危险,又能获得长期稳定的电费收入。通过持续收购海内外项目,目前公司项目储备丰富。国内拥有的太阳能电站为27个,总装机容量为1GW;海外项目储备近2GW。
- **我们的观点:** 联合光伏(686.HK)是大型央企招商局旗下的清洁能源运营上市平台,招商新能源是公司第一大股东。公司依托强大的股东支持,利用灵活多元的融资方式,通过并购自建等方式快速使得光伏装机容量迅速增加,上网电量也随之高速增长。预计未来公司装机容量和上网电量仍将维持快速增长,同时加大自建电站力度。根据Wind一致预期,公司2016、2017年预测EPS为0.08、0.13元,对应目前股价0.59港元P/E为7.4、4.5倍,而静态P/E为7.4倍,公司估值不高,建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 电站项目收购风险、电站运营风险。

海外新能源研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

报告正文

跟踪报告

- **招商新能源成为公司第一大股东。**公司是中国领先的专注太阳能发电站的投资运营商，主营业务为光伏电站的开发、投资、运营及管理。目前，招商新能源已成为公司第一大股东，持股比例为 24.05%。招商新能源是招商局集团旗下专业从事新能源投资的平台控股公司，而招商局集团是中国第一家央企，具有超过 140 年历史，是驻港四大央企之一。公司未来将依托招商新能源大股东优势，快速有效地推进光伏电站项目的建设、收购与运营。
- **发电量攀升，助力公司业绩上扬。**公司 2015 年实现营收约 937 百万元，同比增长 113.5%；净利润约 361 百万元，同比增长 17.4%。其中电力销售 2015 年营收为 175 百万元，电力销售补贴为 455 百万元，共占营收的 67.3%。公司 2016 年第二季度太阳能发电站的总装机容量为 996 兆瓦，发电量为 342,421 兆瓦时，同比增长 51%。随着公司的发电量的不断攀升，公司业绩持续上扬。

图 1：公司累计装机容量（MW）增长情况

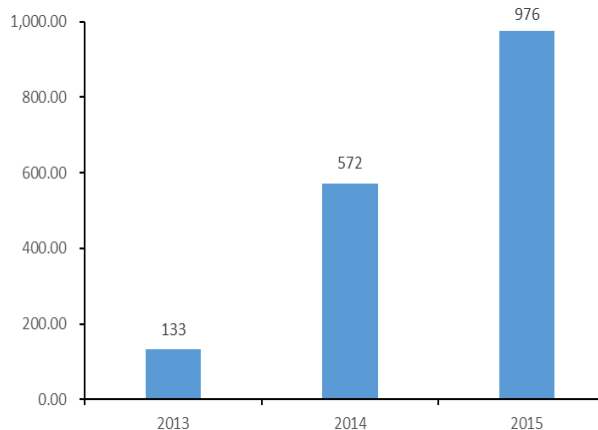
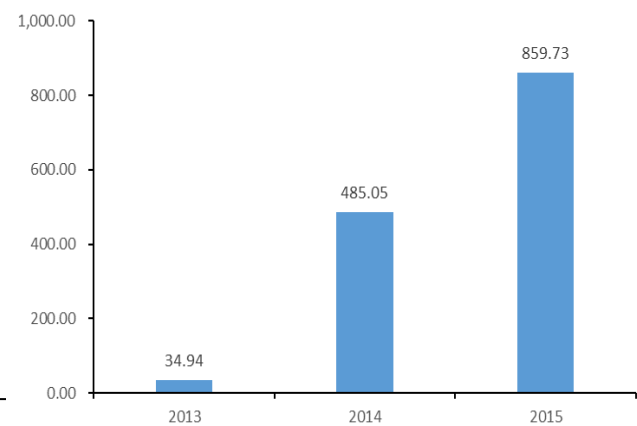


图 2：公司总发电量（GWh）增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1：公司 2016 年第二季度各地区装机容量和发电量

地区	总装机容量(兆瓦)	发电量(兆瓦时)	同比 (%)
广东	2.4	713	-12.30
甘肃	100	28,411	42.12
青海	200	85,020	5.51
江苏	23.8	8,761	-7.90
内蒙古	330	140,918	68.13
新疆	120	42,774	27.74
湖北	100	25,875	
山西	100	2,640	
云南	19.8	7,309	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **山西大同领跑者项目并网，未来或中标更多项目。**公司 2015 年 8 月获得山西大同采煤沉陷区 100MW 光伏电站项目，成为首批入选领跑者计划的光伏企业之一，项目已于 2016 年 6 月 24 日成功并网并开始发电。公司在山西的“领跑者”项目采用先进的单晶组件以及华为组串式逆变器，相比多晶组件和传统逆变器，可提高转化效率和发电量，电站各项技术指标和运营指标都堪称国内行业内标尺，且 100MW 电站只使用 7 名左右工人，由于自动化远程管理运维技术先进，自动化程度高，以及成为国内山地光伏的标志性项目。大同示范项目是国家能源局实施光伏“领跑者计划”的第一个示范基地，总装机容量为 3GW，分 3 年实施，一期装机容量为 1GW，将建 13 个光伏电站，建成后年均上网电量 15 亿千瓦时。光伏“领跑者计划”是国家能源局从 2015 年开始实行的光伏扶持专项计划，通过建设先进技术光伏发电示范基地、新技术应用示范工程等方式实施，旨在通过高标准的技术和效率要求，促进光伏行业的良性竞争及发展。相比于一般光伏项目，“领跑者计划”对企业提出了更严格的技术指标要求，公司中标领跑者计划并按时实现并网是对公司实力的肯定以及展示。

表 2：山西大同领跑者项目中标公司和规模

公司	中标规模 (MW)
联合光伏	100
同煤集团	100
中广核	100
中国华电	100
华电新能源	100
中电国际	100
三峡集团	100
晶科电力	50
晶澳	50
英利能源	50
正泰新能源	50
阳光能源	50

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

国家能源局于 2016 年 6 月 13 日下达了《2016 年光伏发电建设实施方案的通知》，通知要求 2016 年全国新增光伏电站建设规模 1,810 万千瓦，其中普通光伏电站项目 1,260 万千瓦，光伏领跑技术基地规模 550 万千瓦，同时新批准了 8 个光伏领跑者技术基地。公司作为“领跑者计划”的领跑者，预计未来或将中标更多领跑者项目。

表 3：2016 年光伏领跑技术基地建设规模

地区	基地名称	建设规模（万千瓦）
河北	冬奥会光伏廊道光伏领跑技术基地	50
山西	阳泉采煤沉陷区光伏领跑技术基地	100
	芮城县光伏领跑技术基地	50
内蒙 古	包头采煤沉陷区光伏领跑技术基地	100
	乌海采煤沉陷区光伏领跑技术基地	50
安徽	两淮采煤沉陷区光伏领跑技术基地	100
山东	济宁采煤沉陷区光伏领跑技术基地	50
	新泰采煤沉陷区光伏领跑技术基地	50

资料来源：国家能源局，兴业证券研究所

- **加快推进光伏电站收购扩张，项目储备丰富。**公司光伏电站项目以收购为主，辅以自主开发建设，山西大同项目是公司的第一个自建电站。公司收购条件严格，收购的电站项目要求已并网发电、内部回报率不低于 8%、具备有效的购电合同及卖方提供发电量保证。这样既能规避电站开发、建设期的危险，又能获得长期稳定的电费收入。通过持续收购海内外项目，公司目前项目储备丰富，国内拥有的太阳能电站为 27 个，总装机容量为 1GW，2016 年前两个季度总发电量为 611,211 兆瓦时，项目覆盖新疆、内蒙古、青海、甘肃、湖北、山西、江苏、云南和广东；海外项目储备近 2GW，项目覆盖加拿大、美国、英国、西班牙、法国、德国、意大利、巴基斯坦、日本、澳大利亚等。
- **构建智能营维云中心，提高电站运营管理水平。**公司与华为合作创立了全球光伏电站智能营维云中心，并于 2015 年 7 月正式投入使用。该中心采用云技术、大数据及 4G 无线通讯技术，具备海量数据接入、存储和高速运算能力，同时设计实施了电站设备层、电站管理人员与云中心层的无线高速数据通讯，并通过移动终端实现移动智能运维。公司借助这一系统对旗下电站进行集中管理，提高了电站的运营管理效率，为未来光伏行业向智能化方向转变奠定基础。

图 2：全球光伏电站智能营维云中心



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **资金来源多元，融资渠道广阔。**公司积极开拓融资渠道，为电站收购和开发提供长期、稳定、成本合理及充沛的资金保障。公司的融资渠道包括互联网金融、融资租赁和保险资金，公司 2015 年完成发行三年期可转换债券，总额 19.41 亿人民币，并通过银行贷款及融资租赁等方式筹资约 23.46 亿人民币。目前共有 6 期可换股债券未到期（如下）。经过公司管理层的不懈努力，公司逐步成为新能源与金融结合的跨界平台，并获得了资本市场对公司表现及未来发展的认可。公司于 2015 年 8 月纳入恒生公司的五大指数，2015 年 11 月获摩根士丹利纳入全球小型股中国指数成分股。

表 4：公司目前未到期可转债情况

债券代码	债券简称	起息日	到期日	剩余期限	发行规模 (百万)	币种	利率 (%)	每股转换股 价(港元)	可转换股份 (百万)	占总股本比例 (%)
0686B1610.00	金保利新能源可转债2016	2013-10-08	2016-10-08	79天	50	USD	5	1.6	242	5.00
0686B1804A.00	联合光伏可转债2018	2015-04-20	2018-04-20	1.75年	529	HKD	7.5	1.03	510	10.53
0686B1804B.00	联合光伏可转债2018	2015-04-29	2018-04-29	1.77年	30	USD	7.5	1.03	226	4.66
0686B1806.00	联合光伏可转债2018	2015-06-03	2018-06-03	1.87年	100	USD	7	1.3134	590	12.19
0686B1806A.00	联合光伏可转债2018	2015-06-23	2018-06-23	1.92年	15	USD	7.5	1.03	113	2.33
0686B1812.00	联合光伏可转债2018	2015-12-29	2018-12-29	2.44年	100	USD	6.75	1.5928	487	10.05

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**联合光伏（686.HK）是大型央企招商局旗下的清洁能源运营上市平台，招商新能源是公司第一大股东。公司依托强大的股东支持，利用灵活多元的融资方式，通过并购自建等方式快速使得光伏装机容量迅速增加，上网电量也随之高速增长。预计未来公司装机容量和上网电量仍将维持快速增长，同时加大自建电站力度。根据 Wind 一致预期，公司 2016、2017 年预测 EPS 为 0.08、0.13 元，对应目前股价 0.59 港元 P/E 为 7.4、4.5 倍，而静态 P/E 为 7.4 倍，公司估值不高，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**电站项目收购风险、电站运营风险。

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	zhusd@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 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。