

00686.HK 联合光伏

未评级

Orix 成二股东，基本面迎来拐点

2016年10月27日

市场数据

报告日期	2016.10.27
收盘价(元)	0.67
总股本(百万股)	4,844
总市值(百万港元)	3,245
净资产(百万元)	2,633
总资产(百万元)	14,099
每股净资产(元)	0.54

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2013(HKD)	2014	2015	2016H1
营业收入(百万元)	38	379	631	452
同比增长(%)	50.8	997.4	166.5	69.2
净利润(百万元)	-2,305	250	361	249
同比增长(%)	-182.9	115.9	17.4	2.5
净利润率(%)	-	66.0	57.2	55.1
ROE	-	32.3	19.8	10.8
ROA	-	4.9	3.5	1.8
每股收益(分)	-131.00	12.00	7.96	5.22

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

跟踪报告-20160721

业绩点评-20160912

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

- **欧力士强势入股成二股东，着眼于长期战略合作。**我们认为此次引入欧力士对公司基本面形成重大利好，或成公司基本面的拐点：（1）引入在日本和全球有丰富光伏电站开发经验的二股东，后期在光伏业务的合作具备了极大的想象空间；（2）解决了公司的资金压力，公司通过此次发行募资 12.59 亿港元，同时将获得额外 20 亿港元的银团贷款/债券资金，将极大缓解公司的财务压力；（3）公司赎回大量可换股债券后将大幅缓解市场对于公司股权稀释的担忧，尤其考虑到个别可换股债券的利息成本较高、换股价格亦较高；（4）公司今年上半年受限于财务压力收购电站步伐放缓，财务状况改善后有望下半年和明年重新加速电站收购进度，进一步扩大运营规模。
- **三季度发电量高速增长。**受益于新增装机的贡献，公司三季度的光伏发电量高速增长，增速 82.2%，前三季度累计同比增长 62.3%，预计全年同比增长 70% 左右。随着装机规模的快速增加，公司的发电量预计未来仍将快速增长，带动收入端增长。
- **并购电站加快。**公司上半年新增长装机容量仅有 20MW，但下半年近期公司的并购速度明显加快，英国的 6 个电站共 82.6MW 以及山东电站 40MW 并购完成后，公司的并网装机容量将达到 1,174MW，且预计公司陆续有其他并购项目将在年内不断落地，持续助力公司的发电量快速增长。
- **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。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。近期引入二股东欧力士，未来欧力士与公司的战略合作值得期待，并且公司预计将用募资金所得提前偿还可换股债券，减轻债务压力也减轻公司股价上行的压力。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 0.05、0.07 元，对应目前股价 0.70 港元 P/E 为 14、10 倍，而静态 P/E 为 7 倍，公司估值不高，建议投资者紧密关注。
- **风险提示：**电站项目收购风险、电站运营风险。

报告正文

跟踪报告

- 公司近期连续发布若干公告，主要包括以下内容：
 1. 公司与欧力士 (Orix)、公司股东招商新能源集团以及新能源交易所分别订立股份认购协议，分别认购最多 14 亿股、7.6 亿股以及 0.7 亿股公司新发行股票，认购价为 0.5814 港元；同时欧力士和招商新能源集团分别认购 5.08 亿份和 3.63 亿份认股权证，认购价为 0.646 元。该项发行预计共可集资金净额为 12.59 亿港元（若认股权证全部获行使，则可进一步集资约 5.63 亿港元）。
 2. 公司公布第三季度发电量，第三季度共发电 388,365MWh，同比增长 82.2%（2015Q3: 213,109MWh）。2016 年前三季度累计完成发电量 999,209MWh，同比增长 62.3%（2015 年前三季度：615,499MWh）。
 3. 公司于 10 月 8 日全数赎回本年度到期之总额为 1.2 亿美元的 5% 可换股债券。
 4. 公司有 16 个约 630MW 光伏电站入选第六批可再生能源补贴目录，预计可以到账应收款 13.28 亿元人民币。
 5. 公司以最高现金代价 3,000 万英镑收购 6 个位于英国的光伏电站，总装机容量为 82.4MW。
 6. 公司完成收购顺风国际 (1165.HK) 拥有的位于山东烟台的 40MW 已并网光伏电站，总代价约为人民币 4.1 亿元。
- **欧力士强势入股成二股东，着眼于长期战略合作。** 欧力士是亚洲以至全球领先的金融服务集团，其母公司欧力士集团 (Orix Corporation, 8591 JP, IX.US) 是日本最大的非银行金融机构和最大的综合金融服务集团，在世界多个国家和地区经营多项金融业务，总资产达到 852 亿美元。而欧力士是日本主要的光伏电站运营商之一，目前拥有光伏电站资产约 900MW。此次认购完成后，欧力士将成为公司的第二股东，持股比例达到 19.9%，着眼于同公司的长期战略合作。作为此次认购的先决条件之一，欧力士承诺为公司通过银团贷款或者发行公司债券方式筹集不少于 20 亿港元资金。而公司预计将用于偿还和提前赎回一系列可赎回债券，预计将于今年四季度完成。我们认为此次引入欧力士对公司基本面形成重大利好，或成公司基本面的拐点：（1）引入在日本和全球有丰富光伏电站开发经验的二股东，后期在光伏业务的合作具备了极大的想象空间；（2）解决了公司的资金压力，公司通过此次发行募资 12.59 亿港元，同时将获得额外 20 亿港元的银团贷款/债券资金，将极大缓解公司的财务压力；（3）公司赎回大量可换股债券后将大幅缓解市场对于公司股权稀释的担忧，尤其考虑到个别可换股债券的利息成本较高、换股价格亦较高；（4）公司今年上半年受限于财务压力收购电站步伐放缓，财务状况改善后有望下半年和明年重新加速电站收购进度，进一步扩大运营规模。

表 1: 公司股权结构

	本次发行前	本次发行后	本次发行后+认 股权证行使后	本次发行后+认股权证行使 后+CB全部转股后
招商新能源集团及其一致行动人	24.17%	28.21%	29.69%	23.53%
招商基金	-	-	-	4.23%
董事会	0.32%	0.22%	0.19%	0.48%
欧力士	-	19.90%	24.11%	15.92%
其他股东	75.51%	51.67%	46.01%	55.84%
总计	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **三季度发电量高速增长。** 受益于新增装机的贡献, 公司三季度的光伏发电量高速增长, 增速 82.2%, 前三季度累计同比增长 62.3%, 预计全年同比增长 70% 左右。随着装机规模的快速增加, 公司的发电量预计未来仍将快速增长, 带动收入端增长。
- **并购电站加快。** 公司上半年新增长装机容量仅有 20MW, 但下半年近期公司的并购速度明显加快, 英国的 6 个电站共 82.6MW 以及山东电站 40MW 并购完成后, 公司的并网装机容量将达到 1,174MW, 且预计公司陆续有其他并购项目将在年内不断落地, 持续助力公司的发电量快速增长。
- **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。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。近期引入二股东欧力士, 未来欧力士与公司的战略合作值得期待, 并且公司预计将用募资资金所得提前偿还可换股债券, 减轻债务压力也减轻公司股价上行的压力。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 0.05、0.07 元, 对应目前股价 0.70 港元 P/E 为 14、10 倍, 而静态 P/E 为 7 倍, 公司估值不高, 建议投资者紧密关注。
- **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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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
朱元斌	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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	陈振光	13818288830	chenzg@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。