

买入 (维持)

0182.HK 协合新能源

目标价: 0.63 港元

现价: 0.385 港元

基本面无忧, 再到布局点

2016年11月10日

预期升幅: 64%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.11.10

收盘价(港元)	0.385
总股本(亿股)	87.3
总市值(亿港元)	34.1
净资产(亿港元)	58.9
总资产(亿港元)	154.3
每股净资产(港元)	0.67

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,321	2,477	2,242	2,286
同比增长(%)	21.7%	-42.7%	-9.5%	1.9%
净利润(百万元)	506	588	695	935
同比增长(%)	59.2%	16.2%	18.1%	34.5%
净利润率(%)	11.7%	23.8%	31.0%	40.9%
ROE	8.8%	9.7%	10.7%	13.5%
ROA	4.0%	3.8%	4.1%	5.1%
每股收益(港元)	0.057	0.066	0.078	0.106
市盈率	6.72	5.80	4.91	3.65

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **全年发电量预测。**公司前三季度权益发电量共约 15.2 亿度, 同比增长 35%, 其中风电发电量 9.3 亿度, 同比增长 25%; 光伏发电量 5.9 亿度, 同比增长 55%。单三季度而言, 公司完成权益发电量 4.23 亿度, 同比增长 27%, 环比下降 28%, 其中风电发电量 2.36 亿度, 同比增长 22%; 光伏发电量 1.69 亿度, 同比增长 20%。三季度由于风资源情况不理想以及雨水多导致光照时间较短, 导致发电量略低于我们的预期。我们认为四季度随着风资源和光照条件的改善, 尽管进入供暖季限电率预计有所上升, 但预计四季度发电量环比增长较快, 预计四季度风电发电量约 3.5 亿度, 光伏发电量约 2 亿度, 而全年公司权益发电量预计在 21 亿度左右, 同比增长 35%左右。
- **新增装机进展顺利, BT 模式值得期待。**截止 2016 年 6 月 30 日, 公司具有风电在建项目 11 个, 总装机容量 612MW; 光伏在建项目 3 个, 总装机容量 80MW。我们预计今年全年公司新增装机规模在 350-450MW 之间, 但利润贡献大部分在明年。此外, 公司下半年积极推进 BT 模式业务发展, 针对目前市场情况灵活调整方案, 预计今年四季度或者明年年初成功转让 100-200MW 光伏发电项目, 将进一步增厚公司业绩, 同时为此后的业务拓展储备资金。
- **我们的观点:** 协合新能源 (182.HK) 是优质的纵向一体化新能源企业, 公司目前已经高速增长为以风电电站运营为主的运营类企业。受益于稳健的经营策略、健康的财务状况以及快速增长的装机容量, 公司业绩未来将继续快速增长, 电站发电业务收入和利润占比均将进一步提升。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 2,477、2,242 和 2,286 百万港元, 归属股东净利润分别为 587、693 和 932 百万港元, EPS 分别为 6.6、7.8 和 10.6 港仙, 我们认为公司目前股价对应 2016 年 EPS 仅为 5.8 倍左右, 在港股新能源 (风电) 运营企业中严重低估, 我们维持公司“买入”评级, 但调低目标价至 0.63 港元, 强烈建议投资者买入。
- **风险提示:** 公司自建电站进度不及预期, 某些区域限电加重。

## 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  
 业绩点评-20160405  
 深度报告-20160413  
 业绩前瞻-20160719  
 业绩点评-20160803

## 海外新能源研究

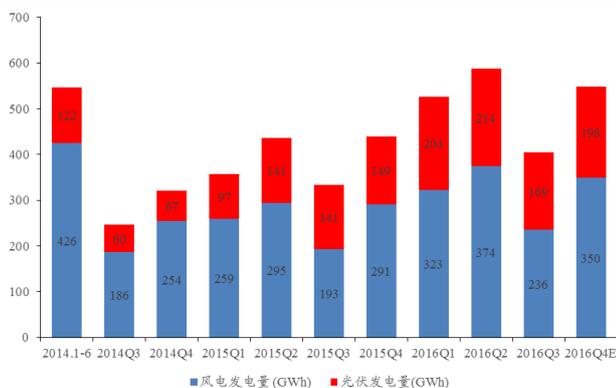
分析师: 刘小明  
 liuxiaoming@xyzq.com.cn  
 SFC: AYM804  
 SAC: S0190516020001

## 报告正文

## 跟踪报告

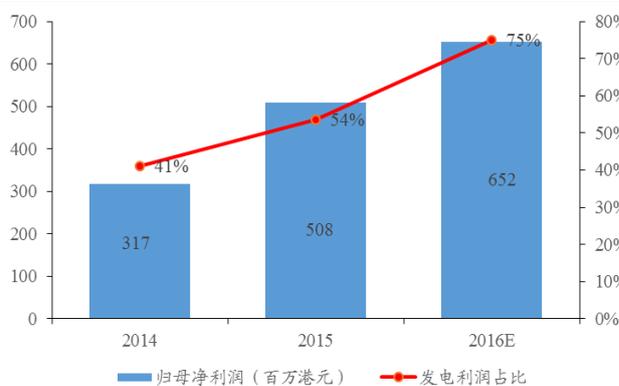
- **全年发电量预测。**公司前三季度权益发电量共约 15.2 亿度，同比增长 35%，其中风电发电量 9.3 亿度，同比增长 25%；光伏发电量 5.9 亿度，同比增长 55%。单三季度而言，公司完成权益发电量 4.23 亿度，同比增长 27%，环比下降 28%，其中风电发电量 2.36 亿度，同比增长 22%；光伏发电量 1.69 亿度，同比增长 20%。三季度由于风资源情况不理想以及雨水多导致光照时间较短，导致发电量略低于我们的预期。我们认为四季度随着风资源和光照条件的改善，尽管进入供暖季限电率预计有所上升，但预计四季度发电量环比增长较快，预计四季度风电发电量约 3.5 亿度，光伏发电量约 2 亿度，而全年公司权益发电量预计在 21 亿度左右，同比增长 35% 左右。

图 3、公司风、光权益发电量近两年增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

图 4、公司近两年电站利润占比增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

- **新增装机进展顺利，BT 模式值得期待。**截止 2016 年 6 月 30 日，公司具有风电在建项目 11 个，总装机容量 612MW；光伏在建项目 3 个，总装机容量 80MW。我们预计今年全年公司新增装机规模在 350-450MW 之间，但利润贡献大部分在明年。此外，公司下半年积极推进 BT 模式业务发展，针对目前市场情况灵活调整方案，预计今年四季度或者明年年初成功转让 100-200MW 光伏发电项目，将进一步增厚公司业绩，同时为此后的业务拓展储备资金。
- **行业弃风限电的观点。**从发改委能源局于 5 月末联合发布风电光伏保障收购政策的可观察月份 6-10 月份来看，总体而言各地方政府和能源主管部门都在积极的出台地方细则以推荐可再生能源的消纳。从风电龙头运营商的月度发电量来分析，剔除新增装机以及风资源情况好坏的影响，我们可以大致评估该政策对龙头运营商龙源电力（916.HK）和华能新能源（958.HK）的利用小时数影响。根据测算，7-8 月份龙头运营商利用小时数提振幅度在 5-8% 之间，而 9-10 月份则同比提振幅度超过 10%。其中龙源电力 10 月份限电率下降至 10.3%，同比下降 9.3 个百分点。我们认为保障收购政策的逐步落实对于存量风电资产的改善正在逐步验证，也期待保障收购政策在四季度以及未来可以

持续提升近年来持续下滑的利用小时数。弃风率的降低对公司也有积极的提振作用，公司约有 30%左右的电站资产位于严重限电或一般限电区域，预计限电率的降低会积极提振公司下半年的业绩。

图 1、龙源电力限电区域 7-9 月份发电量比较

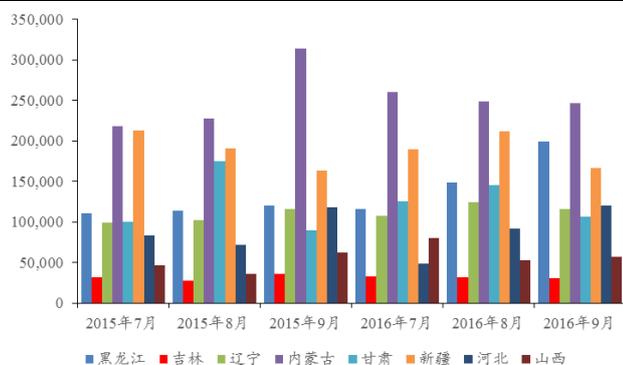
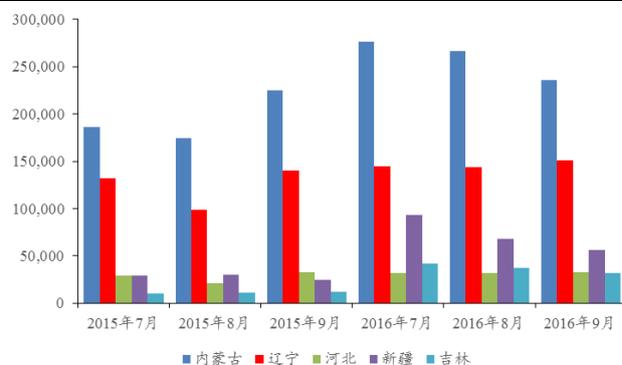


图 2、华能新能源限电区域 7-9 月份发电量比较



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- **电价调整以及行业政策风险。**在“十三五”电力规划中新能源装机目标被下调以及风电光伏标杆电价持续下调的背景下，存量电站盈利改善已经成为新能源投资的主要逻辑。降息、度电成本的下降以及限电率的降低使得电价下调对行业内公司的影响并不显著。我们认为目前起至明年 10 月份再次下调电价期间是行业利空政策的空窗期，且是促进可再生能源消纳的利多政策聚集期。
- **我们的观点：**协合新能源（182.HK）是优质的纵向一体化新能源企业，公司目前已经高速成长为以风电电站运营为主的运营类企业。受益于稳健的经营策略、健康的财务状况以及快速增长的装机容量，公司业绩未来将继续快速增长，电站发电业务收入和利润占比均将进一步提升。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 2,477、2,242 和 2,286 百万港元，归属股东净利润分别为 587、693 和 932 百万港元，EPS 分别为 6.6、7.8 和 10.6 港仙，我们认为公司目前股价对应 2016 年 EPS 仅为 5.8 倍左右，在港股新能源（风电）运营企业中严重低估，我们维持公司“买入”评级但调低目标价至 0.63 港元，强烈建议投资者买入。
- **风险提示：**公司自建电站进度不及预期，某些区域限电加重。

资产负债表					损益表				
单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E	单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	1,905	2,027	2,429	3,236	收入	4,321	2,477	2,242	2,286
应收贸易账款及票据	1,550	1,801	1,441	1,297	其它收入	39	39	43	47
存货	178	71	50	35	建设及已售存货成本	(3,313)	(1,310)	(922)	(649)
预付款项、按金及其他应收款	812	849	863	841	职工福利费	(146)	(149)	(152)	(155)
<b>流动资产</b>	<b>5,811</b>	<b>6,182</b>	<b>6,286</b>	<b>6,987</b>	其他开支	(144)	(152)	(159)	(167)
物业、厂房及设备	4,659	6,195	7,018	7,373	应占合营企业之业绩	68	79	82	87
无形资产	1,276	1,329	1,329	1,330	应占联营企业之业绩	18	26	28	29
<b>总资产</b>	<b>14,420</b>	<b>16,505</b>	<b>17,565</b>	<b>18,760</b>	财务费用	(115)	(208)	(239)	(262)
应付帐款	3,966	3,965	3,890	3,928	<b>税前盈利</b>	<b>549</b>	<b>669</b>	<b>795</b>	<b>1,075</b>
短期借款	459	758	938	1,240	所得税	(43)	(80)	(99)	(140)
应付合营公司款项	224	235	247	259	<b>净利润</b>	<b>506</b>	<b>588</b>	<b>695</b>	<b>935</b>
其他应付款项及应计款项	592	622	653	685	少数股东应占利润	(2)	2	2	3
<b>流动负债</b>	<b>5,246</b>	<b>5,622</b>	<b>5,780</b>	<b>6,185</b>	权益持有人应占利润	508	587	693	932
长期借款	3,348	4,451	5,043	5,298	EBITDA	831	1,063	1,244	1,558
递延税项负债	6	5	5	6	<b>EPS (港元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.11</b>
<b>总负债</b>	<b>8,665</b>	<b>10,146</b>	<b>10,898</b>	<b>11,560</b>	<b>增长</b>				
少数股东权益	120	127	133	144	总收入 (%)	21.7%	-42.7%	-9.5%	1.9%
公司股东权益	5,635	6,232	6,534	7,056	EBITDA (%)	36.8%	28.0%	17.1%	25.2%
					每股收益 (%)	58.3%	15.9%	18.1%	34.5%
<b>每股账面值(元)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.71</b>	<b>0.74</b>	<b>0.80</b>	<b>主要财务比率</b>				
						2015A	2016E	2017E	2018E
<b>现金流量表</b>					<b>盈利能力</b>				
单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E	EBITDA 利润率 (%)	19.2%	42.9%	55.5%	42.9%
EBITDA	831	1,063	1,244	1,558	净利率 (%)	11.8%	23.7%	30.9%	23.7%
融资成本	115	208	239	262	EBIT利润率 (%)	15.4%	35.4%	46.1%	58.5%
所得税	(82)	(64)	(79)	(112)	<b>营运表现</b>				
其它	60	(102)	(102)	39	SG&A/收入 (%)	3.34%	6.12%	7.10%	6.12%
<b>营运性现金流</b>	<b>924</b>	<b>1,105</b>	<b>1,302</b>	<b>1,747</b>	实际税率 (%)	7.8%	12.0%	12.5%	13.0%
资本开支	(2,362)	(3,043)	(3,168)	(3,043)	资产周转率	34.3%	16.0%	13.2%	12.6%
其他投资活动	152	86	110	57	应付账款天数	410.0	1,274	1,808	2,575
<b>投资性现金流</b>	<b>(1,947)</b>	<b>(2,730)</b>	<b>(2,779)</b>	<b>(2,730)</b>	应收账款天数	88.7	247	264	219
借款所得款项	2,573	2,059	2,121	2,184	<b>财务状况</b>				
偿还借款	(295)	(169)	(153)	(156)	负债/总资产	60%	61%	62%	61%
已付利息	(155)	(89)	(80)	(82)	总资产/股东权益	2.56	2.65	2.69	2.65
<b>融资性现金流</b>	<b>1,918</b>	<b>1,755</b>	<b>1,887</b>	<b>1,946</b>	盈利对利息倍数	3.55	7.55	9.90	7.55
现金变化	895	130	410	963	<b>估值比率</b>				
期初持有现金	1,105	1,905	2,027	2,429	P/E	6.72	5.80	4.91	3.65
<b>期末持有现金</b>	<b>1,905</b>	<b>2,027</b>	<b>2,429</b>	<b>3,236</b>	P/B	0.61	0.55	0.52	0.48

## 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](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。