

协合新能源(182.HK)

评级: 强烈推荐

跟踪报告日期: 2015.7.6

目标价: HK\$ 0.89

现价: HK\$ 0.54

预计升幅: 65%

股本数据

股本(亿股) 89.46

市值(亿港元) 48

52周高/低(HK\$) 0.75/0.4

每股净值(港元) 0.632

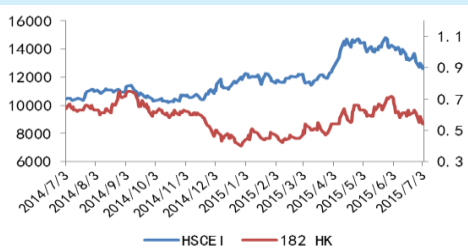
所属行业: 新能源

主要股东

China Wind Power Investment Limited
(29.5%)

华电福新能源股份有限公司 (9.84%)

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

相关报告 1 首发报告 20100331

相关报告 2 更新报告 20100812

相关报告 3 更新报告 20110309

相关报告 4 更新报告 20140707/0821

相关报告 5 更新报告 20150320/5/20

国元证券(香港)研究部

分析师: 杨义琼

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 6065

电邮: yangyq@gyzq.com.hk

价值低估, 安全边际高

投资要点:

2015年1-6月权益发电量同比增长44.8%:

公司公布2015年1-6月权益发电量792.53 GWh, 同比增长44.8%, 其中风电权益发电量553.81 GWh, 同比增长30%, 太阳能权益发电容量238.72 GWh, 同比增长96.4%。而早前公司公布2015年1-5月份实现权益发电量663.96GWh, 2014年同期为472.94GWh, 同比增长40.4%。数据对比表明, 6月单月发电量持续高增长, 发电量数据的发布将确保半年报及全年业绩的良好释放。

利率下调将提高风电企业回报率: :

央行宣布自6月28日起, 有针对性地对金融机构实施定向降准, 存款准备金率定向下调0.5个百分点, 同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点, 这是2015年央行第三次降息和降准, 其中, 金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%; 一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%。风电场投资属资本密集型行业, 项目贷款比例通常在70-80%, 根据IRR模型预测, 一般情形下, 利率每下调0.5个百分点, 将提升IRR 0.8个百分点。因此, 在利率下调趋势下, 有利降低风电企业融资成本, 并提升风电企业回报率。

风电行业利好政策不断:

近期财政部、国家税务总局联合发布关于风力发电增值税政策的通知, 规定自2015年7月1日起, 对纳税人销售自产的利用风力生产的电力产品, 实行增值税即征即退50%的政策; 国家能源局也发布《关于开展风电清洁供暖工作的通知》, 促进风电替代传统的热点联产机组, 加大风电清洁供暖的比例。促进风电消纳, 减轻风电企业税收负担的政策接连出台长期利好风电行业发展。

维持强烈推荐评级, 目标价0.89港元:

目前公司现价对应2015年和2016年PE分别为8倍和6倍, 2015年PB仅为0.76倍, 市场调整凸显公司长期投资价值, 目前股价较大股东0.6港元增持价格折让10%, 具有较高安全性。我们维持公司目标价0.89港元, 相当于2015年和2016年17.7和13.3倍PE, 目标价较现价存在65%上升空间, 继续给予强烈推荐评级。

截止12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额(港币百万)	1,883	3,550	4,338	4,783	5,470
变动(%)	71.2%	88.5%	22.2%	10.3%	14.4%
净利润(港币百万)	151	317	451	600	837
变动(%)	274.2%	109.9%	42.0%	33.2%	39.5%
每股盈利(港仙)	2.03	3.62	5.04	6.71	9.36
市盈率@0.54港元(倍)	26.6	14.9	10.7	8.0	5.8
每股股息(港仙)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

行业估值

图表 1、行业估值

H股新能源行业											
名称	代码	交易货币	股价	PE				PB			
				2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
新天绿色能源	956 HK	HKD	1.55	14.08	10.86	8.48	7.28	0.65	0.61	0.57	0.53
京能清洁能源	579 HK	HKD	2.90	12.96	7.82	6.80	6.66	1.31	1.13	0.99	0.96
龙源电力	916 HK	HKD	8.41	24.74	15.07	12.79	11.02	1.65	1.51	1.37	1.25
大唐新能源	1798 HK	HKD	1.13	N/A	19.84	13.42	9.51	0.74	0.68	0.66	0.6
华电福新	816 HK	HKD	3.47	11.70	9.16	7.44	6.40	1.53	1.30	1.13	0.98
华能新能源	958 HK	HKD	3.01	19.23	13.93	10.86	8.20	1.46	1.33	1.20	1.06
中电新能源	735 HK	HKD	0.54	22.02	10.74	7.10	5.06	0.67	0.66	0.65	0.64
兴业太阳能	750 HK	HKD	9.37	8.91	6.77	5.77	5.29	1.66	1.34	1.09	0.91
行业平均				16.23	11.77	9.08	7.43	1.21	1.07	0.96	0.87
协合新能源	182 HK	HKD	0.54	14.92	10.72	8.05	5.77	0.85	0.76	0.67	0.58

数据来源: Bloomberg, 国元香港

投資風險

項目投產延遲	風電及光伏項目投產因多種因素推遲
收入確認延後	EPC 項目收入確認延後影響当期業績
其他風險	不可抗力等風險

財務報表摘要

損益表

港幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	1,883	3,550	4,338	4,783	5,470
經營成本	(1,436)	(2,917)	(3,276)	(3,430)	(3,675)
其他收入	46	25	0	0	0
行政費用	(150)	(150)	(159)	(175)	(192)
財務開支	(103)	(106)	(108)	(112)	(123)
應占聯營公司利潤	3	0	0	0	0
其他開支	(114)	(117)	(123)	(129)	(136)
稅前盈利	193	392	601	800	1,116
所得稅	(42)	(74)	(150)	(200)	(279)
少數股東應占利潤	0	1	0	0	0
淨利潤	151	317	451	600	837
折舊及攤銷	(64)	(109)	(176)	(211)	(221)
EBITDA	311	582	885	1,123	1,461
增長					
總收入 (%)	71%	89%	22%	10%	14%
EBITDA (%)	46%	87%	52%	27%	30%

資產負債表

港幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
現金	1,850	1,105	1,079	868	683
應收賬款	524	550	611	752	943
存貨	449	350	296	346	403
其他流動資產	1,385	2,182	2,229		
流動資產	4,209	4,188	4,215	4,243	4,358
固定資產	2,238	2,818	3,295	3,835	4,531
其他固定資產	3,404	3,760	3,842		
非流動資產	5,643	6,578	7,136	7,773	8,585
總資產	9,851	10,790	11,352	12,016	12,943
流動負債	3,573	3,492	3,479	3,302	3,127
應付帳款	1,305	2,355	2,379	2,403	2,427
短期銀行貸款	1,068	357	357	157	(43)
其他短期負債	1201	780	742	742	742
非流動負債	1,284	1,542	1,386	1,386	1,386
長期銀行貸款	1,262	1,359	1,359	1,359	1,359
其他負債	22	183	27	27	27
總負債	4,857	5,034	4,865	4,689	4,513
少數股東權益	22	101	114	129	148
股東權益	4,971	5,654	6,373	7,198	8,282
每股賬面值(港元)	0.67	0.63	0.71	0.80	0.93
營運資金	636	696	737	940	1,231

財務分析

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	17%	16%	20%	23%	27%
淨利率 (%)	8%	9%	10%	13%	15%
營運表現					
SG&A/收入 (%)	8%	4%	4%	4%	4%
實際稅率 (%)	22%	19%	25%	25%	25%
股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
庫存周轉	86	86	86	86	86
應付賬款天數	249	249	249	249	249
應收賬款天數	102	102	102	102	102
ROE (%)	3%	6%	7%	8%	10%
ROA (%)	2%	3%	4%	5%	7%
財務狀況					
淨負債/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入/總資產	0.19	0.33	0.38	0.40	0.42
總資產/股本	1.98	1.91	1.78	1.67	1.56
收入對利息倍數	18.2	33.6	40.2	42.6	44.3

現金流量表

港幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	311	582	885	1,123	1,461
融資成本	685	(274)	(2)	(338)	(458)
營運資金變化	(568)	60	41	203	291
所得稅	(42)	(74)	(150)	(200)	(279)
營運現金流	386	294	774	789	1,015
資本開支	(357)	(1,864)	(800)	(800)	(1,000)
其他投資活動	20	(971)	0	0	0
投資活動現金流	(337)	(2,835)	(800)	(800)	(1,000)
負債變化	948	(614)	0	(200)	(200)
股本變化	(7,313)	9	(0)	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融資活動	7,403	2,408	0	0	(0)
融資活動現金流	1,038	1,803	0	(200)	(200)
現金變化	1,087	(738)	(26)	(211)	(185)
期初持有現金	731	1,850	1,105	1,079	868
匯率變動	32	(7)	0	0	0
期末持有現金	1,850	1,105	1,079	868	683

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>