

## 协和新能源 (182 HK)

### 从 EPC 向 BT 及风电场投资转型

- ❖ **盈利模式转变。**协和新能源(协和)主要专注于风电厂及太阳能发电厂开发,旗下拥有三个业务板块,包括 EPC、发电厂运营与维护、发电厂投资。由于协和项目交易模式自 EPC 转型为 BT,且公司计划持有更多风电项目进行长期运营,因此 EPC 业务的收入占比大幅下降,从 2014/2015 年度的大于 85.0% 降至 58.5%。同时,新能源项目投资的收入由 2014 年的 2.39 亿元增加至 2016 年的 6.74 亿元,年均增长率高达 67.9%。在运营与维护业务方面,协和通过多家合资及联营项目实现收入。我们预期,协和发电厂投资组合将稳定增长,EPC 业务减少而来自 BT 交易的其他收入将大幅上升,运营与维护业务保持稳定。协和 2014、2015、2016 年的净利润分别为 3.17 亿港元、4.08 亿港元、4.58 亿港元,年均增长率为 20.1%。
- ❖ **项目开发能力令人印象深刻。**协和的风电项目开发可以追溯到 2007 年,是最早的发电厂开发商之一。公司采用通过 EPC 模式与国有风电运营商共同开发的战略,在早期作为少数股东参与风电场开发和运营。多年来,协和风电项目的累计项目储备达 28 吉瓦,其中 12.6 吉瓦位于中国中部及南部,另拥有容量 8 吉瓦的太阳能发电项目储备。截止 2016 年底,协和风电控股装机容量达 1,125 兆瓦,太阳能达 476 兆瓦。2017/2018 年度,管理层计划每年启动 700 兆瓦的滚动项目审批,新增控股装机容量 600 兆瓦,BT 交易项目 300 兆瓦。管理层将目标项目回报定为 15-20% 的杠杆内部收益率(IRR),基于公司的项目回报水平,我们相信协和的项目资本支出相对低于同业。
- ❖ **项目开发:从 EPC 转向 BT。**由于可再生能源项目许可交易受到更加严格的政策管制,且越来越多实体开始有兴趣收购拥有高额补贴的可再生能源资产,协和改变了原先提供 EPC 服务的可再生能源项目开发模式,开始提高 BT 模式的比例。BT 交易能够提高可再生能源项目开发的利润率,但在交易完成前也需承担更高的项目风险。协和通过出售位于陕西 100 兆瓦太阳能项目实现了首个 BT 交易,并于 2016 年实现利润 1.79 亿元。2017 年上半年,协和完成了另一个 200 兆瓦太阳能项目的 BT,管理层预计 2017 年下半年再完成一个风电 BT 交易项目。我们认为,协和向 BT 的转型不仅可以提升项目开发回报,同时积极的项目交易也可以提高公司资产素质。
- ❖ **杠杆率与估值。**与风电运营商同业相比,我们认为协和杠杆率处于最低水平,2016 年净负债率仅为 34.2%。根据彭博综合预期,该股目前 2017 年前瞻市盈率为 4.41 倍,市净率为 0.49 倍。鉴于预计公司盈利将稳定增长,我们相信协和和目前的估值具有吸引力。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	3,550	3,479	1,785
净利润(百万港元)	317	408	458
每股收益(港仙)	3.621	4.601	5.319
每股收益变动(%)	78.4	27.1	15.6
市盈率(x)	9.25	7.28	6.30
市帐率(x)	0.53	0.63	0.58
股息率(%)	-	3.0	6.0
股本回报率(%)	5.7	8.7	9.2
净负债率(%)	10.8	33.8	34.2

资料来源:公司资料,招银国际预测

#### 未评级

当前股价 HK\$0.335

萧小川

电话:(852) 3900 0849

邮件:[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 新能源板块

市值(百万港元)	2,907
3月平均流通量(百万港元)	6.46
52周最高/低(港元)	0.500/0.315
总股本(百万)	8,657.4

来源:彭博

#### 股价表现

	绝对	相对
1月	1.5%	-0.5%
3月	-11.8%	-18.9%
6月	-15.2%	-26.3%

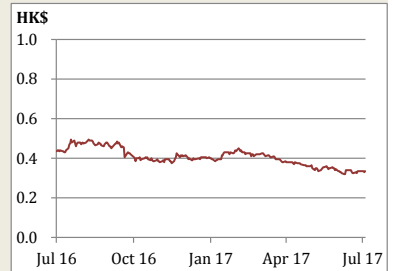
来源:彭博

#### 股东结构

协和国际	26.5%
华电福新	10.1%
流通股	63.4%

来源:港交所

#### 过去一年股价



来源:彭博

审计师:德勤

公司网站:[www.cnegroup.com](http://www.cnegroup.com)

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。