

協和新能源 (182 HK)

從 EPC 向 BT 及風電場投資轉型

- ❖ **盈利模式轉變。**協和新能源（協和）主要專注於風電廠及太陽能發電廠開發，旗下擁有三個業務板塊，包括 EPC、發電廠運營與維護、發電廠投資。由於協和專案交易模式自 EPC 轉型為 BT，且公司計畫持有更多風電項目進行長期運營，因此 EPC 業務的收入占比大幅下降，從 2014/2015 年度的大於 85.0% 降至 58.5%。同時，新能源項目投資的收入由 2014 年的 2.39 億元增加至 2016 年的 6.74 億元，年均增長率高達 67.9%。在運營與維護業務方面，協和通過多家合資及聯營項目實現收入。我們預期，協和發電廠投資組合將穩定增長，EPC 業務減少而來自 BT 交易的其他收入將大幅上升，運營與維護業務保持穩定。協和 2014、2015、2016 年的淨利潤分別為 3.17 億港元、4.08 億港元、4.58 億港元，年均增長率為 20.1%。
- ❖ **專案開發能力令人印象深刻。**協和的風電專案開發可以追溯到 2007 年，是最早的發電廠開發商之一。公司採用通過 EPC 模式與國有風電運營商共同開發的戰略，在早期作為少數股東參與風電場開發和運營。多年來，協和風電項目的累計項目儲備達 28 吉瓦，其中 12.6 吉瓦位於中國中部及南部，另擁有容量 8 吉瓦的太陽能發電項目儲備。截止 2016 年底，協和風電控股裝機容量達 1,125 兆瓦，太陽能達 476 兆瓦。2017/2018 年度，管理層計畫每年啟動 700 兆瓦的滾動項目審批，新增控股裝機容量 600 兆瓦，BT 交易專案 300 兆瓦。管理層將目標專案回報定為 15-20% 的杠杆內部收益率（IRR），基於公司的項目回報水準，我們相信協和的項目資本支出相對低於同業。
- ❖ **專案開發：從 EPC 轉向 BT。**由於可再生能源專案許可交易受到更加嚴格的政策管制，且越來越多實體開始有興趣收購擁有高額補貼的可再生能源資產，協和改變了原先提供 EPC 服務的可再生能源專案開發模式，開始提高 BT 模式的比重。BT 交易能夠提高可再生能源項目開發的利潤率，但在交易完成前也需承擔更高的項目風險。協和通過出售位於陝西 100 兆瓦太陽能項目實現了首個 BT 交易，並於 2016 年實現利潤 1.79 億元。2017 年上半年，協和完成了另一個 200 兆瓦太陽能項目的 BT，管理層預計 2017 年下半年再完成一個風電 BT 交易專案。我們認為，協和向 BT 的轉型不僅可以提升專案開發回報，同時積極的專案交易也可以提高公司資產素質。
- ❖ **杠杆率與估值。**與風電運營商同業相比，我們認為協和杠杆率處於最低水準，2016 年淨負債率僅為 34.2%。根據彭博綜合預期，該股目前 2017 年前瞻市盈率為 4.41 倍，市淨率為 0.49 倍。鑒於預計公司盈利將穩定增長，我們相信協和目前的估值具有吸引力。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港元)	3,550	3,479	1,785
淨利潤 (百萬港元)	317	408	458
每股收益 (港仙)	3.621	4.601	5.319
每股收益變動 (%)	78.4	27.1	15.6
市盈率(x)	9.25	7.28	6.30
市帳率(x)	0.53	0.63	0.58
股息率 (%)	-	3.0	6.0
股本回報率 (%)	5.7	8.7	9.2
淨負債率 (%)	10.8	33.8	34.2

資料來源：公司資料，招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$0.335

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

新能源板塊

市值(百萬港元)	2,907
3月平均流通量(百萬港元)	6.46
52周最高/低(港元)	0.500/0.315
總股本(百萬)	8,657.4

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	1.5%	-0.5%
3月	-11.8%	-18.9%
6月	-15.2%	-26.3%

來源: 彭博

股東結構

協和國際	26.5%
華電福新	10.1%
流動股	63.4%

來源: 港交所

過去一年股價



來源: 彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.cnegroup.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。