

未评级

协鑫新能源 (0451. HK)

利用创新金融工具-Yield Co降低融资成本

市场数据

报告日期	2015.05.15
收盘价(港元)	0.86
总股本(亿股)	138.72
总市值(亿港元)	119.30
净资产(亿港元)	29.01
总资产(亿港元)	99.68
每股净资产(港元)	0.21
数据来源: Wind	

相关报告

业绩点评_20150327

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

事件:

我们与投资者于 2015 年 5 月 13 日下午到协鑫新能源(0451. HK)的香港办公室拜访, 与公司 CFO 周总就 Yield Co 及公司的近期经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

协鑫新能源是协鑫集团控股的专业从事光伏电站开发、建设和运营一体化的新能源公司, 公司 2015-2017 年计划新增光伏电站装机 2GW、2.5GW 和 3GW, 新增装机量目标宏大。

光伏电站开发属重资产行业类别, 能否取得低成本的融资资金至关重要。协鑫新能源正在利用金融创新工具 Yield Co, 未来有望能有效的降低项目融资成本, 建议投资者密切关注。

公司近期公告:

- 1、2015 年 4 月 30 日公告, 公司向 Talent Legend(东方资产管理公司附属公司)发行 7.75 亿港元可转换债券; 向 Ivyrock 发行 2 亿港元可换股债券。转股价为 1.20 港元, 如果全部转换将发行 812,583,332 股换股股份, 占已发行股份的 5.86%。可换股债券三年期, 年利率 6%; 如果 3 年到期但可转债并未行权, 赎回金额则为本金额的 112%。
- 2、2015 年 4 月 26 日公告, 协鑫新能源附属公司 GCL Yield 向高盛发行 3 年期零利息可换股债券, 本金额为 1 亿美元, 假若全部行权股份数目占 GCL Yield 已发行股份总额的 45.4545%; 假若到期可转债并未行权, 则赎回金额为本金额加内部收益率为 7%的相应支出款。

Yield Co 介绍:

Yield Co(下称“YC”)是一种金融创新工具和商业模式, 把稳定收益的资产(如电站)放入一个固定收益成长性的公司中并 IPO 上市。

YC 最初的发源地在美国。2013 年 7 月, NRG Energy 就推出了“NRG Yield”, 其含有光伏和其他常规发电资产。2014 年 7 月, 美国公司 Sun Edison 也向外界公布了 TerraForm Power 这个 YC 平台, 受到 6 亿美元左右的资金追捧。

会议要点:

1、YC 在 451.HK 中的情况介绍?

当前 451.HK 的业务三大块:

- 1、管理服务业务。服务性的功能包括项目开发、EPC 管理、运维服务。
- 2、资产业务。主要是各发电资产的项目公司 SPV (Special Purpose Vehicle, 特殊目的载体)。包括项目储备、在建工程、初始经营的电站资产等等。
- 3、融资平台 YC。放入 YC 的发电资产应该是已经并网的, 没有开发风险的, 满负荷运营了 3 个月的, 不存在限电现象, 回报比较稳定的资产。

2、YC 与 CB 的融资成本比较?

YC 可理解为一种低成本融资工具, 可以获得比母公司直接发 CB 更优的融资成本。简单举例, 451.HK 刚发的 CB 的成本是年利率 6%, 如果 3 年到期并未转换为股票, 赎回条款中要按照本金的 112% 赎回, 那么每年还有 4% 隐形成本, 即使考虑折现因素, 二者之和即总成本不到 10%, 比如假设 9.5%。如果项目的股本回报率 13%, 那么这之间的 3.5 个百分点就是股东的增值。

如果采用 YC 融资, 当前高盛这个可转债是零利息, 如果不换股, 赎回成本的年化回报率是 7%。如果项目采用 YC+CB 各一半, 那么融资成本为 $(7\%+9.5\%)/2=8.25\%$ 。公司这样对一些项目回报率比较低的项目依然有盈利可做的空间, 增加了协鑫新能源在市场上的竞争力。

3、YC 带来的竞争优势?

YC 带来的好处:

- 1、电站资产放入 YC 后可以立马得到现金, 这些现金可以让母公司继续去开发新项目, 实现资金的滚动利用。
- 2、电站装入 YC 时候, 可以得到溢价融资, 如果 YC 单独上市, 溢价的程度更大。
- 3、不用稀释母公司 451.HK 的股份。如果发行 CB 则会不断稀释母公司的股份。
- 4、提升公司的竞争力。因为经过 YC 后, 假设股本成本要求 8.25%, 股本比例 20%, 银行融资占 80%, 银行利率 6.2%, 那么项目的总成本 $20\%*8.25\%+80\%*6.2\%=6.61\%$, 这样即使项目回报率低至 7% 的, 公司也可以做。

YC 对于 451.HK 的合并利润表上最终体现出来的是融资成本的降低。

4、YC 的股权设置及上市安排？

当前给高盛发行的这个 CB 就是 YC 的融资，公司成立了 YC 公司(GCL Yield Holding Company Limited)。公司将部分优质电站资产作为 YC 的 100%股本，折合 1 亿美金，同时其对高盛发行可转债 1 亿美金。如果高盛进行转股，公司的电站享有 20% 的溢价，也就是转股后，高盛持有 45%，451.HK 持有 YC 的 55%。如果 YC 单独 IPO 上市，YC 可以发行不具有投票权的新股，451.HK 仍能控股 YC。因为高盛这个是第一个项目，估计后续的 YC 的融资成本可以做到更低些。

5、公司全年的光伏电站装机指引有否变化？

全年装机目标 2GW 未变，具体项目进展等半年报时披露。

6、3800.HK 的光伏电站资产？

451.HK 目前对 3800.HK 拥有的国内光伏电站 353MW 提供管理服务，按照每瓦收费 0.10 元，每年有 3,530 万的管理费收入。

2014 年 11 月，公司收购 3800.HK 的四个电站项目 160MW，同时就把 3800.HK 的国内电站团队都收到 451.HK 旗下。3800.HK 在美国还有一些做电站的员工和电站资产。按照资产注入的规定，要至少 2 年之后才能考虑将这些资产注入 451.HK 平台。

7、电站项目的开发建设期？

公司去年项目 9 月开工，到 12 月底都并网，一个季度时间完成了 600MW。电站建设基本要 3 个半月，并网后试运行 1 个月左右，就可达到满负荷发电。

8、电站的建设成本变化？

组件成本有点下降，但电站建设成本还是要 8 元/瓦，场内不算升压站等设备，包括建设期的融资成本在内基本要 7.8-8 元/瓦。

9、光伏电站的利用小时数？

可按照日照小时 1,500-1,600，发电利用小时 1,200 小时算，系统转换效率 80-82%。具体的每一个电站的发电量和小时数不计划披露。

10、发电量进行保险？

有一个电站做了保险试点。日照时间比如影响了发电量，保险将进行赔偿。最终是否保险要看投资者需求，是否一定要规避掉这种风险，如果需要保险，公司就打包购买这种保险服务。

11、公司的项目有无弃光限电现象？

全国的甘肃、内蒙等地区有弃光限电现象，但是公司的已并网项目没有有限电现象。

12、公司的线路板业务未来的发展计划？

线路板业务目前是一个稳定的业务，每年 1,000 万盈利。我们限制了印刷线路板业务的扩充，这部分不再额外扩展业务，没有资本开支，也做不了对外担保。

受香港上市公司资产注入的法规限制，公司至少要 2 年后即 2015 年 5 月 9 日之后，才能决定是否线路板业务是否剥离或出售。

13、公司的 EPC 业务人员以及可以承接的工作量？

目前公司 EPC 团队 200 人，如果一个项目 5-10 人，可以完成 20-40 个项目，单个项目 30-50MW。公司的 EPC 团队人员主要控制项目进度、安全、采购、物资协调等，具体的施工都是外部找施工队。EPC 业务的毛利率独立看一般是 5-10%。

14、公司自建和收购项目的投资回报率？

当年在 3800.HK 自建的电站项目 IRR 都在 15-18%，有的达到 20%。如果纯收购项目的 IRR 在 12-13%。

15、提到的农业项目单独上市计划？

公司的一些项目和农业相关，比如渔光互补，牧光互补等项目。如果公司将这些农业业务比如养殖业单独独立出来，而 451.HK 只是租这些项目的房顶做电站，那么独立出来的农业公司就可以单独上市，比如上新三板。

16、购股权费用？

公司去年发行了 4 年期的购股权，这个是一个期权，在发行时候，每年的费用就固定了，所以这几年利润表中每年均有一笔购股权费用扣减。费用要经过 B-S 期权复杂定价，但基本每年是递减的。

17、公司的光伏组件购买？

公司的光伏组件购买是市场化的行为，不一定非买协鑫集成的，如果买了一定量涉及关联交易也要进行公告。

18、当前公司发展中的急需推进的事情？

融资的事情，包括 YC 的推进。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。