

保利协鑫 (3800 HK)

产能升级驱动硅片销量增长

- ❖ **光伏能源面向更加广阔的市场应用前景。**中国光伏装机 2017 年将再创历史新高。能源局统计数据显示，前 9 个月全国新增并网光伏装机已超 43 吉瓦（2016 年全年 34.5 吉瓦），并且分布式光伏装机 15.3 吉瓦，同比增长 300%，创下历史记录。这些破纪录的数据均大幅高于年初行业预期，显示光伏能源尽管面临着补贴资金短缺等障碍，竞争力依然明显增加并持续推动行业增长。我们相信 1) 光伏项目目前已达到一个“需求-价格”敏感期，将使光伏能源技术应用在地面电站及分布式领域持续扩大；2) 随着电力市场化销售政策演进，分布式项目将成为中国光伏发展的关键市场；3) 我们预期海外发展中国家市场需求将加速发展。展望 2018，我们预料中国和全球光伏需求分别将超过 40 吉瓦及 100 吉瓦。
- ❖ **金刚线切割产品获市场高度认可，将提升硅片销量。**保利协鑫自 2017 年初启动对多晶硅切片设备的金刚线切割技术改造。市场对金刚线切割产品的高度认可，使管理层加速了设备技术改造的进程。由于金刚线切割技术将显著缩短多晶硅片切割时间，我们预期切割效率提高将使公司在 2018 年，较 2016 年 17 吉瓦总产能之外，获得额外 13 吉瓦的产能释放。基于光伏下游装机需求旺盛，我们将公司 2018/19 年销售量分别上调 26.3% 及 25.1% 至 28.4 吉瓦及 29.4 吉瓦，我们同时相信硅片的销量增长将快于硅片均价下降。
- ❖ **新疆多晶硅产能释放将提升硅片毛利率。**保利协鑫 2017 年硅片业务销售收到了硅片价格下跌的影响。据公司硅片业务下属企业披露，前 9 个月硅片销售毛利率同比下跌 7 个百分点至 17.6%。基于 4 季度硅片价格较为稳定预期，我们测算全年自供及外购硅料的硅片毛利分别为 28.5% 及 9.5%。2017 年，我们预料全年外购多晶硅料所生产的硅片比例为 41%，这个比例将在 2018 年随公司金刚线切割改造后，硅片产能增加而上升。根据公司计划，新疆多晶硅产能将在 4Q18 逐步释放，将能够对内增加低成本的多晶硅供应，我们认为这将显著提高公司硅片业务的毛利率。
- ❖ **提升目标价至每股 1.81 港元，重申买入评级。**基于硅片销量增长，以及硅片毛利随新疆多晶硅产能释放而增加，我们将 2017/18/19 年的净利预测分别调整 -0.9/10.0/18.2% 自人民币 24.09/28.67/35.95 亿元至人民币 23.88/31.53/41.83 亿元。受分布式光伏增长前景带动，市场对于板块情绪明显提升。我们对保利协鑫光伏制造业务部门净利贡献适用 11 倍 2018 年前瞻市盈率估值，结合对于协鑫新能源（451 HK）的 DCF 估值，我们的分布加总估值变更为每股 1.81 港元。据此，我们将对保利协鑫的目标价自每股 1.26 港元提升至每股 1.81 港元。**重申买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	21,766	22,025	24,618	30,624	31,704
调整后净利润(百万人民币)	2,425	2,029	2,388	3,153	4,183
调整后 EPS (人民币)	0.155	0.109	0.128	0.170	0.225
EPS 变动 (%)	57	(30)	18	32	33
市盈率(x)	8.3	11.8	10.0	7.6	5.7
市帐率(x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	4.8	-	-	-	-
权益收益率 (%)	15	10	10	12	14
净财务杠杆率 (%)	175	148	200	212	203

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$1.81
(此前目标价)	HK\$1.26
潜在升幅	+20.6%
当前股价	HK\$1.50

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	27,882
3 月平均流通量(百万港元)	295.53
52 周内股价高/低(港元)	1.63/0.72
总股本(百万)	18,588

资料来源：彭博

股东结构

朱共山	32.4%
-----	-------

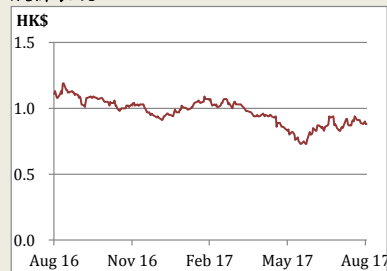
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.0%	4.4%
3-月	10.0%	2.0%
6-月	-15.4%	-28.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.gcl-poly.com.hk

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	21,766	22,025	24,618	30,624	31,704
光伏材料	19,243	19,270	19,983	24,397	24,085
太阳能电站业务	554	508	536	536	536
新能源业务	1,970	2,246	4,100	5,691	7,083
销售成本	(15,990)	(14,980)	(17,086)	(20,976)	(20,189)
毛利	5,776	7,044	7,533	9,647	11,515
销售费用	(79)	(73)	(81)	(101)	(105)
行政费用	(1,581)	(1,847)	(1,600)	(1,991)	(2,061)
其它收益	(249)	(165)	(281)	(419)	(413)
息税前收益	3,866	4,960	5,570	7,137	8,937
融资成本	(2,209)	(2,149)	(2,155)	(2,665)	(3,128)
合资企业	(50)	33	33	33	33
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	1,160	-	-	-	-
税前利润	2,768	2,844	3,448	4,505	5,842
已终止经营业务	489	(112)	-	-	-
所得税	(530)	(537)	(586)	(721)	(906)
非控制股东权益	(302)	(165)	(473)	(631)	(754)
净利润	2,425	2,029	2,388	3,153	4,183

来源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	46,636	59,907	73,987	86,048	95,978
物业、厂房及设备	41,650	52,462	65,596	76,629	86,618
预付租金	1,102	1,124	1,050	1,000	950
无形资产	54	125	129	132	135
预付款	2,686	3,640	4,601	5,451	5,251
其它	1,145	2,557	2,611	2,837	3,026
流动资产	33,055	27,112	26,662	27,834	33,520
现金及现金等价物	16,876	12,189	8,938	6,682	12,750
应收贸易款项	14,368	12,285	15,941	19,039	18,598
存货	1,387	966	1,354	1,684	1,744
关联款项	52	268	268	268	268
其它	373	1,405	161	161	161
流动负债	40,993	35,311	38,058	40,435	42,733
应付贸易账款	15,698	17,860	16,884	18,135	17,404
客户预收款	479	518	488	593	586
借债	24,258	14,529	19,995	21,016	24,052
关联款项	206	422	422	422	422
其它	352	1,982	268	268	268
非流动负债	21,138	29,225	36,335	42,452	51,789
客户预收款	203	183	342	415	410
借债	20,310	28,399	35,423	41,467	50,809
递延收入	352	276	350	350	350
递延税项	223	367	220	220	220
其它	51	-	-	-	-
少数股东权益	17,560	23,394	26,256	30,040	34,977
净资产总值	1,705	2,573	3,047	3,678	4,432
股东权益	15,854	20,821	23,209	26,362	30,545

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,866	4,960	5,570	7,137	8,937
折旧和摊销	3,247	3,208	3,571	3,997	4,428
运营资金变动	(1,588)	2,428	(3,822)	(3,203)	571
税务开支	748	(537)	(586)	(721)	(906)
其它	(3,055)	(2,273)	(3,065)	(3,023)	(2,605)
经营活动所得净现金流	3,218	7,785	1,668	4,187	10,425
购置固定资产	(9,297)	(16,062)	(16,077)	(15,229)	(14,416)
联营公司	(119)	-	-	-	-
其它	2,010	7,912	-	(2,100)	-
投资活动所得现金净额	(7,405)	(8,150)	(16,077)	(17,329)	(14,416)
股份发行	0	2,846	-	-	-
净借贷	9,892	(1,641)	11,666	11,402	9,534
股息	(1,120)	-	-	-	-
其它	1,169	(2,437)	(906)	(1,269)	(104)
融资活动所得现金净值	9,941	(1,232)	10,759	10,133	9,431
现金增加净额	5,754	(1,597)	(3,650)	(3,009)	5,439
年初现金及现金等价物	4,362	10,341	8,985	5,335	2,326
汇兑	225	241	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,341	8,985	5,335	2,326	7,765
受限制现金	6,535	3,231	3,603	4,356	4,985
资产负债表现金	16,876	12,216	8,938	6,682	12,750

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
光伏材料业务	88.4	87.5	81.2	79.7	76.0
太阳能电站业务	2.5	2.3	2.2	1.7	1.7
新能源业务	9.1	10.2	16.7	18.6	22.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	26.5	32.0	30.6	31.5	36.3
税前利率	12.7	12.9	14.0	14.7	18.4
净利润率	11.1	9.2	9.7	10.3	13.2
核心净利润率	6.8	9.7	9.7	10.3	13.2
有效税率	19.1	18.9	17.0	16.0	15.5

资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	210.8	220.8	209.2	208.5	216.7
平均应付账款周转天数	366.8	408.8	371.1	304.7	321.3
平均存货周转天数	43.9	28.7	24.8	26.4	31.0
	281.1	206.2	238.8	237.0	245.1
净负债/股东权益比率 (%)	174.7	147.6	200.3	211.7	203.3

回报率 (%)

资本回报率	15.3	9.7	10.3	12.0	13.7
资产回报率	3.0	2.3	2.4	2.8	3.2

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.16	0.11	0.13	0.17	0.23
每股股息 (人民币)	0.07	-	-	-	-
每股账面价值 (人民币)	1.02	1.12	1.25	1.42	1.64

来源：公司、招銀國際預測

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之分析员，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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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为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責任。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 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。