

协鑫新能源 (451 HK)

盈利受财务成本显著拖累

- ❖ **上半年收入增长 49.2%，但核心盈利仅增长 1.6%。**协鑫新能源上半年录得新能源发电收入 3,652 吉瓦时，发电收入人民币 27.04 亿元，同比分别实现增长 54.2% 和 49.2%。毛利率同比下跌 2 个百分点至 68.7%，主要是受到项目电价竞争，导致平均实现电价（除增值税）自每千瓦时人民币 0.80 元下跌至人民币 0.76 元。因人民币贬值，公司于今年 1 月初发行的 5 亿美元债券在上半年来人民币 2.09 亿元汇兑损失。财务费用同比大幅上涨 75.1% 至人民币 10.62 亿元，较我们预期高 13.5%，是我们对中期业绩的最大意外。我们分析认为财务费用预测差异主要源于利息开支资本化率较我们预期大幅减少，而综合财务成本维持稳定。除财务费用外，由于公司 2017 年末出售了苏州平台公司 7.18% 股权，上半年少数股东分派也有显著增长。公司上半年实现净利润 3.45 亿元，同比下跌 28.2%，若剥离非经常性项目，核心利润仅同比增长 1.6%。
- ❖ **发展暂缓，同时面临财务费用飙升。**公司上半年实现新增装机 1.15 吉瓦，累计合并装机容量达 6.96 吉瓦，其中 5.82 吉瓦已实现并网。鉴于中国光伏新政制约新增装机，同时公司自身面临较高的负债压力，管理层决定停止新的光伏项目开发。受此影响，我们认为新增装机放缓至停止将使财务费用资本化率产生大幅下降，将带来明显的财务费用上涨。除资本化率变化以外，协鑫新能源的整体借贷规模也有所增加。我们测算公司利息开支资本化率将从 2017 年 18.8% 降至 2018 年 5.2%，由此带来 2018 年全年财务成本将飙升 65.0% 至人民币 23.6 亿元。财务费用大幅增长将抵消发电量增加所带来的收入增长。
- ❖ **年内计划出售 2 吉瓦资产以降低负债率。**在降杠杆举措方面，管理层表示将与几家央企及国企背景企业进行光伏电站资产交易。交易将以批量资产包方式进行，最小的资产包为 2-300 兆瓦。协鑫新能源将全数出售，或仅保持少数股东权益，同时公司将保留对于电站的运营和维护角色并赚取项目管理费。公司计划在 2018 年内完成约 2 吉瓦资产出售。根据此规模，我们估计公司将至少能够回收 22 亿人民币项目股本资金，同时将债务规模减少约 105 亿人民币。除资产出售以外，公司还希望与潜在央企和国企投资人建立合作伙伴关系，利用其融资实力对存量资产的项目贷款进行置换，并共同探索平价上网项目机会。
- ❖ **评级下调至持有，目标价下调至每股 0.33 港元。**我们根据中期业绩对模型测算假设进行了调整，利息资本化率大幅降低对盈利预测造成较大影响。我们将 2018-20E 盈利预测分别下调 38.9 / 20.9 / 4.9%，自人民币 8.86 / 11.76 / 11.46 亿下调至人民币 5.42/9.30 / 10.90 亿元。更新后的 2018/19E 前瞻市盈率分别为 9.9 倍以及 5.8 倍，我们认为公司的估值并不如此前预测般便宜。我们的 DCF 目标价自每股 0.45 港元下调至每股 0.33 港元，**评级下调至持有。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
净利润 (百万人民币)	130	841	542	930	1,090
EPS (人民币, 分)	0.70	4.41	2.84	4.87	5.72
EPS 变动 (%)	(742)	530	(36)	72	17
市盈率(x)	36.8	5.9	9.1	5.3	4.5
市帐率(x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	2.9	15.0	8.8	13.1	13.3
净财务杠杆率 (%)	295	417	477	466	392

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有 (下调)

目标价	HK\$0.33
(此前目标价)	HK\$0.45
潜在升幅	+11.9%
当前股价	HK\$0.295

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)	5,627
3 月平均流通量(百万港元)	5.67
52 周内股价高/低(港元)	0.78/0.29
总股本(百万)	19,074

资料来源：彭博

股东结构

保利协鑫	62.3%
朱共山	10.0%
流通股	27.7%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.3%	-7.1%
3-月	-19.2%	-10.2%
6-月	-39.2%	-33.3%

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.gclnewenergy.com

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
太陽能業務	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,877)	(2,171)	(2,174)
毛利	1,571	2,653	3,885	4,321	4,276
行政費用	(371)	(460)	(605)	(649)	(645)
其他收益及費用	208	217	(18)	221	238
息稅前收益	1,408	2,410	3,262	3,893	3,869
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(2,363)	(2,601)	(2,309)
合資及聯營企業	1	5	10	10	10
其它	(175)	(119)	(60)	-	-
特殊項目	(169)	77	-	-	-
稅前利潤	99	941	849	1,302	1,569
所得稅	42	40	(20)	(73)	(159)
減：少數股東權益	6	9	156	168	171
永續債收益	5	131	131	131	131
淨利潤	130	841	542	930	1,090
核心淨利潤	299	764	792	930	1,090

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	30,739	44,713	48,614	48,533	48,116
物業、廠房及設備	26,755	38,104	45,600	43,760	43,340
預付租金	109	113	111	108	106
合資企業投資	42	63	68	72	77
預付款	3,372	5,519	2,453	4,210	4,211
其它非流動資產	460	813	281	281	281
流動資產	10,739	10,721	9,673	7,142	10,505
現金及現金等價物	3,826	4,197	2,964	(457)	2,779
應收賬款	3,386	4,228	5,350	6,241	6,367
存貨	-	-	-	-	-
關聯款項	20	207	56	56	56
其它流動資產	3,506	1,850	1,302	1,302	1,302
流動負債	18,017	20,026	13,675	9,965	10,900
應付帳款	11,394	10,851	7,352	3,643	4,445
關聯欠款	83	103	120	120	120
關聯借款	676	1,072	1,072	1,072	1,072
借貸	4,948	7,993	5,121	5,121	5,253
其他流動負債	916	7	10	10	10
非流動負債	17,041	26,612	35,118	35,118	35,867
借貸	17,012	26,365	35,091	35,091	35,840
遞延收入	-	212	7	7	7
遞延稅項	29	35	20	20	20
少數股東權益	47	1,309	1,465	1,633	1,805
永續債	1,800	1,866	1,866	1,866	1,866
淨資產淨額	4,573	5,621	6,162	7,092	8,182
股東權益	4,573	5,621	6,162	7,092	8,182

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	99	941	849	1,302	1,569
折舊和攤銷	724	1,092	1,626	1,855	1,857
運營資金變動	1,905	(3,518)	(442)	(6,358)	676
稅務開支	(69)	(12)	94	(73)	(159)
其它	(2,208)	3,351	44	1	(17)
經營活動所得現金淨額	450	1,854	2,170	(3,273)	3,926
資本開支	(13,538)	(12,244)	(9,125)	(17)	(1,439)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,714)	(13,354)	(9,125)	(17)	(1,439)
股份及永續債發行	3,801	273	-	-	-
淨借貸	8,958	12,795	5,854	-	881
股息	(5)	(131)	(131)	(131)	(131)
其它	(1,573)	(1,021)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	11,155	11,888	5,722	(131)	750
現金增加淨額	1,890	388	(1,232)	(3,422)	3,237
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	2,964	(457)
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,853	4,197	2,964	(457)	2,779
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
資產負債表現金	3,826	4,197	2,964	(457)	2,779

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	69.9	67.3	67.4	66.6	66.3
稅前利率	4.4	23.9	14.7	20.1	24.3
淨利潤率	5.8	21.3	9.4	14.3	16.9
有效稅率	(42.8)	(4.3)	2.3	5.6	10.2

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.6	0.5	0.7	0.7	1.0
速動比率 (x)	0.6	0.5	0.7	0.7	1.0
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	-	0.3
平均營收周轉天數	415.2	415.0	432.6	475.2	518.6
平均存貨周轉天數	13.5	n/a	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	352.6	402.8	434.9	389.8	355.7
淨負債/股東權益比率 (%)	295.1	417.2	477.3	465.9	392.0

回報率 (%)

股本回報率	2.9	15.0	8.8	13.1	13.3
資產回報率	0.3	1.5	0.9	1.7	1.9

每股數據

每股盈利 (人民幣, 分)	0.7	4.4	2.8	4.9	5.7
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.24	0.29	0.32	0.37	0.43

來源：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: 香港中环花园道三号冠君大厦 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。