

保利协鑫 (3800 HK, HK\$1.00 目标价: HK\$1.37, 买入)——需求惯性驱使前进, 但前景面临挑战

- ❖ **3季度产销均降。**保利协鑫发布了光伏材料板块的3季度运营业绩。硅片业务录得环比销售下跌13.5%以及同比销售下跌4.6%，而同期多晶硅则录得产量下跌15%，并且多晶硅对外销售量较去年同期相比大幅下跌。销售均价方面，3季度硅片销售均价自2季度0.183美元/瓦下跌20.2%至3季度0.146美元/瓦，同期多晶硅销售均价也自16.8美元/公斤下跌7.1%至15.6美元/公斤。3季度光伏材料的运营表现显示了保利协鑫受到了光伏下游需求摆动的影响非常明显，主要是因为中国光伏下游抢装潮结束造成需求急速冷却。
- ❖ **需求有所回升，但前路充满挑战。**随着国内光伏下游装机需求在各省陆续完成光伏指标的分配和招标后重新启动，光伏材料价格随需求回暖有所恢复。管理层对于价格恢复感到积极，并预期这种趋势能够维持到17年1季度。我们认为，中国未来的装机目标指引将对数量众多的光伏中上游生产商至关重要。我们预期光伏装机将在惯性驱使下持续，基于能源局2016年下达了合计22.9吉瓦的装机目标，并且大部分的需求要到2017年才得以交付。然而对于2017年及以后的装机目标指引，我们并不感到非常确定，因为1) 国家将2020年的光伏装机目标调整至较为保守110吉瓦，因日趋严峻的限电形势；2) 特朗普政府将有可能翻转目前偏向于环保的能源政策。
- ❖ **用户侧平价上网将带来进一步的成本压力。**基于太阳能3类资源区用户侧平价上网电价为人民币0.65元/千瓦时的假设，我们测算光伏电站系统平均投资成本需要自2016年的6.3元/瓦下降至2020年的4.5元/瓦，对应平均每年系统成本需要下降8.1%才能够维持9%的杠杆内部回报率。受金刚线切割及黑硅技术支持，我们预期硅片的制造成本能够在2016-18年维持8%的年均成本缩减，但多晶硅方面则由于FBR技术的不确定性，成本曲线的下降速率较硅片慢。我们预期硅片全成本将在2016-18年分别实现下降5.2%，9.6%以及6.4%，慢于我们所预测的使用者侧平价系统成本下降，因此我们认为保利协鑫未来将面临毛利下跌压力。
- ❖ **目标价自1.45港元调降至1.37港元。**有鉴于需求和进一步成本缩减的不确定性，我们将1) 硅片销售均价按使用者侧平价上网目标进行调减，2) 更慢的FBR产能释放节奏。我们维持光伏材料业务板块较高的产出和销售率预期。我们对16-18年的净利润预测也因此分别调低12.8%，5.0%以及18.5%至人民币19.75亿，30.81亿以及30.31亿元。基于我们更新后的分类加总估值，对除协鑫新能源以外业务估值为7倍17年预测市盈率，得到保利协鑫每股价值为1.37港元，对现价意味37%增长空间。**维持「买入」评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(人民币百万)	21,523	21,766	23,275	23,841	24,007
净利润(人民币百万)	1,549	2,425	1,975	3,081	3,031
每股收益(人民币)	0.099	0.155	0.106	0.166	0.163
每股收益变动(%)	N/A	57	(31)	56	(2)
市盈率(x)	8.9	5.7	8.3	5.3	5.4
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	-	8.6	-	-	-
权益收益率(%)	11	15	9	13	11
淨财务杠杆率(%)	145	175	175	199	198

来源:公司,招银国际预测

萧小川
3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

新能源板块

保利协鑫 (3800 HK)

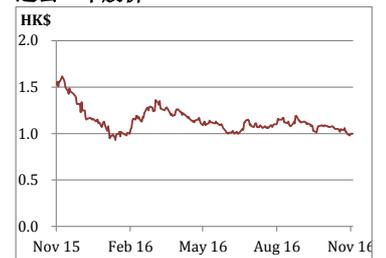
评级	买入
收市价	HK\$1.00
目标价	HK\$1.37
市值(港币百万)	18,588
过去3个月平均交易(港币百万)	110.63
52周高/低(港币)	1.52/0.91
发行股数(百万)	15,489
主要股东	朱共山(32.4%)
来源:彭博	

股价表现

	绝对	相对
1月	-6.5%	-2.2%
3月	-13.0%	-10.5%
6月	-9.1%	-19.2%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利潤表

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	21,523	21,766	23,275	23,841	24,007
光伏材料	20,166	19,243	19,159	18,048	16,657
太陽能电站業務	545	554	550	545	541
新能源業務	812	1,970	3,567	5,248	6,809
銷售成本	(16,548)	(15,990)	(15,862)	(15,614)	(15,310)
毛利	4,975	5,776	7,413	8,227	8,697
銷售費用	(66)	(79)	(79)	(81)	(82)
行政費用	(1,439)	(1,581)	(1,676)	(1,597)	(1,608)
其它收益	407	(249)	(244)	597	658
息稅前收益	3,877	3,866	5,414	7,146	7,665
融資成本	(2,114)	(2,209)	(2,493)	(2,837)	(3,222)
合資企業	6	(50)	(40)	(40)	(40)
聯營公司	(0)	-	-	-	-
特殊收入	-	1,160	-	-	-
稅前利潤	1,768	2,768	2,882	4,269	4,403
已終止經營業務	230	489	-	-	-
所得稅	(291)	(530)	(663)	(768)	(749)
非控制股東權益	(159)	(302)	(244)	(420)	(623)
淨利潤	1,549	2,425	1,975	3,081	3,031
核心淨利潤	1,549	1,487	1,975	3,081	3,031

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	43,929	46,636	63,231	74,665	84,266
物業、廠房及設備	39,927	41,650	58,007	69,151	78,642
預付租金	1,399	1,102	802	502	202
無形資產	136	54	53	52	50
預付款	1,153	2,686	3,062	3,557	3,841
其它	1,314	1,145	1,306	1,403	1,531
流動資產	27,074	33,055	34,690	36,219	39,453
現金及現金等價物	13,678	16,876	17,829	19,140	22,858
應收貿易款項	10,775	14,368	14,904	15,144	14,652
存貨	2,457	1,387	1,870	1,855	1,870
關聯款項	99	52	52	52	52
其它	66	373	35	28	21
流動負債	37,932	40,993	41,592	43,915	46,556
應付貿易賬款	16,443	15,698	18,642	15,698	14,513
客戶預收款	768	479	469	443	409
借債	19,850	24,258	21,928	27,217	30,116
關聯款項	590	206	200	200	200
其它	281	352	353	358	1,318
非流動負債	16,227	21,138	33,435	40,575	47,114
客戶預收款	510	203	328	310	287
借債	14,826	20,310	32,536	39,695	46,257
遞延收入	476	352	350	350	350
遞延稅項	414	223	220	220	220
其它	-	51	-	-	-
少數股東權益	2,336	1,705	1,949	2,369	2,992
淨資產總值	14,509	15,855	20,944	24,025	27,056
股東權益	14,509	15,854	20,944	24,025	27,056

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（人民幣百萬元）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	3,877	3,866	5,414	7,146	7,665
折舊和攤銷	2,941	3,247	3,723	3,910	4,388
運營資金變動	2,536	(1,588)	(1,099)	(175)	591
稅務開支	506	748	(663)	(768)	(749)
其它	(2,937)	(3,055)	(2,500)	(3,065)	(3,023)
經營活動所得淨現金流	6,923	3,218	4,875	7,047	8,872
購置固定資產	(4,914)	(9,297)	(20,280)	(15,254)	(14,078)
聯營公司	(31)	(119)	-	-	-
其它	(2,137)	2,010	1,814	(2,841)	(1,794)
投資活動所得現金淨額	(7,082)	(7,405)	(18,466)	(18,095)	(15,872)
股份發行	7	0	2,845	-	-
淨借貸	1,731	9,892	10,252	11,729	10,670
股息	-	1,120	-	-	-
其它	(2,018)	(1,071)	1,911	(637)	(1,104)
融資活動所得現金淨值	(280)	9,941	15,008	11,092	9,566
現金增加淨額	(439)	5,754	1,417	44	2,566
年初現金及現金等價物	4,850	4,362	10,341	11,908	11,952
匯兌	(50)	225	150	-	-
年末現金及現金等價物	4,362	10,341	11,908	11,952	14,518
受限制現金	9,316	6,535	5,921	7,187	8,340
資產負債表現金	13,678	16,876	17,829	19,139	22,858

来源：公司、招銀国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合(%)					
光伏材料業務	93.7	88.4	82.3	75.7	69.4
太陽能電站業務	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3
新能源業務	3.8	9.1	15.3	22.0	28.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	23.1	26.5	31.9	34.5	36.2
稅前利率	8.2	12.7	12.4	17.9	18.3
淨利潤率	7.2	11.1	8.5	12.9	12.6
核心淨利潤率	7.2	6.8	8.5	12.9	12.6
有效稅率	16.5	19.1	23.0	18.0	17.0

資產負債比率

流動比率(x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
平均應收賬款周轉天數	141.1	210.8	229.5	230.0	226.5
平均應付帳款周轉天數	181.3	366.8	395.1	401.4	360.1
平均存貨周轉天數	31.7	43.9	37.5	43.5	44.4
淨負債/股東權益比率(%)	144.7	174.7	174.9	198.8	197.8

回報率(%)

資本回報率	10.7	15.3	9.4	12.8	11.2
資產回報率	2.2	3.0	2.0	2.8	2.5

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.099	0.155	0.106	0.166	0.163
每股股息(港幣)	-	0.086	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	1.19	1.02	1.13	1.29	1.46

来源：公司、招銀国际预测

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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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风险。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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其他任何人。