协鑫新能源(451 HK, HK$0.415 目标价: HK$0.60, 买入）— 兵马未动，粮草先行

萧小川
（852）3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

- **16 年全年实现装机超过 2 吉瓦。**我们近期与协鑫新能源就业务进行了更新。我们认为公司全年能够实现至少 2 吉瓦新增光伏装机，并将光伏电站产能提升至 3,586 兆瓦以上。公司目前运营中的产能中，有 21 个项目纳入了国家第六批新能源补贴清单。这些项目到 16 年中累积补贴应收超过 5 亿元，在 9 月份补贴清单公布后开始陆续回收。从公司实现的高装机数据以及补贴陆续回收来看，我们认为公司的光伏电站业务发展模式和扩张计划是切实可行的。对于未来中长期发展，协鑫新能源计划十三五期间每年新增 1.5-2 吉瓦装机。

- **项目竞争：激烈但仍旧理性。**自协鑫新能源在阳泉领跑者项目报出最低中标电价人民币 0.61 元/千瓦时起，市场认为公司在项目竞争中偏向激进。对此，管理层表示公司仍然维持项目门槛杠杆 IRR 不低于 12%。我们认为公司有能力承担电价折扣并维持较高的项目盈利水平，基于 1）公司较高的年均实现装机可以降低组件采购成本；2）项目设计和建设方案日趋成熟；以及 3）融资成本持续降低。就项目储备方面，协鑫新能源已通过项目竞标锁定 360 兆瓦的领跑者以及 250 兆瓦光伏扶贫项目，并计划于 2017 年加速分布式光伏项目的开发。

- **粮草先行：融资筹划 17 年扩张。**公司发布了最多 18 亿元人民币对母公司保利协鑫的永续债发行计划，参考市场标准，首两年利率为 7.3%。我们认为这有助于缓解市场对于公司短期内进行股本融资的忧虑。除永续债以外，公司也公布了总额为人民币 37.5 亿元的多项债务发行计划，人民币 8.8 亿元的融资租赁，以及人民币 6 千万的理财产品，体现公司目前拥有多种融资渠道，并且获得更佳优厚的融资条款。我们预期债券借贷利率将低于目前过桥贷款。

- **重申买入。**基于债券发行规模及成本的不确定性，我们暂未将债券发行的影响置入模型预测。但通过公司的发行计划安排，我们对公司未来的融资方向及其具备可持续性的项目扩张视野更加清晰，同时公司也展现出了项目储备以及竞争优势。在现价水平，对应我们预测 2017 年市盈率为 8.3 倍，我们认为价值低估。我们维持协鑫新能源每股 0.6 港元目标价，对应上升空间为 44.6%，**维持「买入」评级。**

中国新能源

协鑫新能源 (451 HK)

评级	买入
收市价	HK$0.415
目标价	HK$0.60
市值 (港币百万)	7,916
过去 3 月平均交易 (港币百万)	7.00
52 周高/低 (港币)	0.55/0.305
发行股数 (百万)	19,074
主要股东	保利协鑫(62.3%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.3%	-3.3%
3 月	-11.6%	-8.1%
6 月	33.3%	21.5%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	930	1,970	3,567	5,248	6,809
净利润 (百万元人民币)	(89)	(15)	381	848	1,388
每股收益 (人民币, 分)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股收益变动 (%)	N/A	N/A	N/A	122	64
市盈率(x)	N/A	N/A	18.5	8.3	5.1
市帐率 (x)	2.2	2.1	1.5	1.3	1.0
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
净财务杠杆率 (%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

来源: 公司及招银国际研究部
注：并购以后，协鑫新能源在 2014 年将财务年度由 3 月 31 日变更为 12 月 31 日。

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售收入	**930**	**1,970**	**3,567**	**5,248**	**6,809**
太阳能业务	1	688	2,083	3,764	5,325
印刷电路板业务	930	1,282	1,484	1,484	1,484
销售成本	(855)	(1,447)	(1,968)	(2,704)	(3,235)
毛利	**75**	**523**	**1,598**	**2,544**	**3,574**
销售费用	(13)	(17)	(21)	(21)	(20)
行政费用	(147)	(359)	(464)	(420)	(477)
其他收益及费用	(22)	217	54	(7)	35
息税前收益	**(107)**	**363**	**1,167**	**2,096**	**3,112**
融资成本净额	(15)	(336)	(756)	(1,218)	(1,644)
合资及联营企业	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊项目	-	(42)	-	-	-
税前利润	**(77)**	**23**	**421**	**887**	**1,478**
所得税	(12)	(39)	(39)	(39)	(90)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	**(89)**	**(15)**	**381**	**848**	**1,388**
核心净利润	**(89)**	**27**	**381**	**848**	**1,388**

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	**6,202**	**16,947**	**32,557**	**43,361**	**52,469**
物業、廠房及設備	5,269	14,194	30,130	40,619	49,689
預付租金	7	52	50	49	47
合資企業投資	42	68	77	86	95
預付款	842	2,355	2,020	2,326	2,357
其它非流動資產	41	278	281	281	281
流動資產	**1,662**	**6,556**	**7,770**	**7,188**	**8,386**
現金及現金等價物	598	1,965	2,577	1,119	2,013
應收賬款	451	3,151	3,670	4,546	4,849
存貨	138	167	165	165	165
關聯款項	36	56	56	56	56
其它流動資產	439	1,217	1,302	1,302	1,302
流動負債	**4,008**	**12,858**	**20,469**	**19,063**	**21,349**
應付帳款	2,874	7,100	9,773	7,331	6,774
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	9,390	10,426	13,268
其他流動負債	39	58	60	60	60
非流動負債	**1,568**	**8,202**	**15,081**	**25,862**	**32,493**
借貸	1,549	8,173	15,054	25,835	32,467
遞延收入	7	7	7	7	7
遞延稅項	11	22	20	20	20
其它非流動負債	-	-	-	-	-
少數股東權益	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**
淨資產淨額	**2,288**	**2,441**	**4,776**	**5,624**	**7,011**
股東權益	**2,288**	**2,441**	**4,776**	**5,624**	**7,011**

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	**(107)**	**363**	**1,167**	**2,096**	**3,112**
折舊和攤銷	*80*	*384*	*684*	*1,301*	*1,726*
運營資金變動	*(110)*	*1,498*	*2,156*	*(3,319)*	*(859)*
稅務開支	*(12)*	*(21)*	*(39)*	*(39)*	*(90)*
其它	*(247)*	*(2,188)*	*(250)*	*(395)*	*(347)*
經營活動所得現金淨額	**(395)**	**35**	**3,718**	**(357)**	**3,542**
資本開支	(3,631)	(9,366)	(16,280)	(11,254)	(10,078)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	(45)	(303)	(702)
投資活動所得現金淨額	**(2,570)**	**(9,181)**	**(16,334)**	**(11,566)**	**(10,789)**
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	11,396	11,817	9,474
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	(103)	(1,353)	(1,332)
融資活動所得現金淨額	**3,530**	**10,479**	**13,228**	**10,464**	**8,142**
現金增加淨額	565	1,334	612	(1,458)	895
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	2,577	1,119
匯兌	(3)	33	-	-	-
年末現金及現金等價物	**598**	**1,965**	**2,577**	**1,119**	**2,013**
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
資產負債表現金	**1,047**	**2,917**	**3,707**	**2,249**	**3,143**

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年結：12月31日	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	0.1	34.9	58.4	71.7	78.2
印刷電路板業務	99.9	65.1	41.6	28.3	21.8
合計	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	8.1	26.5	44.8	48.5	52.5
稅前利率	(8.3)	1.2	11.8	16.9	21.7
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	10.7	16.2	20.4
有效稅率	N/A	166.3	9.3	4.4	6.1
Balance sheet ratios					
流動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
平均營收周轉天數	N/A	232.7	261.1	266.2	257.7
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	17.0	11.5	8.8
債務/股本比率(%)	113.6	560.8	525.3	656.2	661.4
淨負債/股東權益比率(%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8
回報率(%)					
股本回報率	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.9	1.7	2.3
每股數據					
每股盈利 (人民幣 分)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

来源: 公司及招银国际研究部预测

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: 香港中环夏悫道 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，并可能会受标的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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。