招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

協鑫新能源(451 HK, HK$0.415 目標價: HK$0.60, 買入）— 兵馬未動，糧草先行

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

- **16 年全年實現裝機超過 2 吉瓦。**我們近期與協鑫新能源就業務進行了更新。我們認爲公司全年能够實現至少 2 吉瓦新增光伏裝機，並將光伏電站產能提升至 3,586 兆瓦以上。公司目前運營中的產能中，有 21 個項目納入了國家第六批新能源補貼清單。這些項目到 16 年中累積補貼應收超過人民幣 5 億元，在 9 月份補貼清單公布後開始陸續回收。從公司實現的高裝機數據以及補貼陸續回收來看，我們認爲公司的光伏電站業務發展模式和擴張計劃是切實可行的。對於未來中長期發展，協鑫新能源計劃十三五期間每年新增 1.5-2 吉瓦裝機。

- **項目競爭：激烈但仍舊理性。**自協鑫新能源在陽泉領跑者項目報出最低中標電價人民幣 0.61 元/千瓦時起，市場認爲公司在項目競爭中偏向激進。對此，管理層表示公司仍然維持項目門檻杠杆 IRR 不低于 12%。我們認爲公司有能力承擔電價折扣並維持較高的項目盈利水平，基于 1）公司較高的年均實現裝機可以降低組件採購成本；2）項目設計和建設方案日趨成熟；以及 3）融資成本持續降低。就項目儲備方面，協鑫新能源已通過項目競標鎖定 360 兆瓦的領跑者以及 250 兆瓦光伏扶貧項目，並計劃於 2017 年加速分布式光伏項目的開發。

- **糧草先行：融資籌劃 17 年擴張。**公司發布了最多 18 億元人民幣對母公司保利協鑫的永續債發行計劃，參考市場標準，首兩年利率爲 7.3%。我們認爲這有助于緩解市場對于公司短期內進行股本融資的憂慮。除永續債以外，公司也公布了總額爲人民幣 37.5 億元的多項債務發行計劃，人民幣 8.8 億元的融資租賃，以及人民幣 6 千萬的理財產品，體現公司目前擁有多種融資渠道，並且獲得更加優厚的融資條款。我們預期債券借貸利率將低於目前過橋貸款。

- **重申買入。**基於債券發行規模及成本的不確定性，我們暫未將債券發行的影響置入模型預測。但通過公司的發行計劃安排，我們對公司未來的融資方向及其具備可持續性的項目擴張視野更加清晰，同時公司也展現出了項目儲備以及競爭優勢。在現價水平，對應我們預測 2017 年市盈率爲 8.3 倍，我們認爲價值低估。我們維持協鑫新能源每股 0.6 港元目標價，對應上升空間爲 44.6%，**維持「買入」評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	930	1,970	3,567	5,248	6,809
淨利潤 (百萬元人民幣)	(89)	(15)	381	848	1,388
每股收益 (人民幣, 分)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股收益變動 (%)	N/A	N/A	N/A	122	64
市盈率(x)	N/A	N/A	18.5	8.3	5.1
市帳率 (x)	2.2	2.1	1.5	1.3	1.0
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
淨財務杠杆率 (%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

來源: 公司及招銀國際研究部
注：并購以後，協鑫新能源在 2014 年將財務年度由 3 月 31 日變更爲 12 月 31 日。

中國新能源

協鑫新能源 (451 HK)

評級	買入
收市價	HK$0.415
目標價	HK$0.60
市值 (港幣百萬)	7,916
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	7.00
52 周高/低 (港幣)	0.55/0.305
發行股數 (百萬)	19,074
主要股東	保利協鑫(62.3%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.3%	-3.3%
3 月	-11.6%	-8.1%
6 月	33.3%	21.5%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

利潤表

年結：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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 并沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 并沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室　電話: (852) 3900 0888　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認爲可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。