

保利協鑫 (3800 HK)

基于行業不確定性下調盈利預期

❖ **光伏材料風險增加,下調目標價至每股 0.83 港元。**由于政策衝擊將對保利協鑫矽片銷售帶來明顯的價格和出貨壓力,我們修正了對公司光伏材料業務板塊的業務預估。鑒于國家對於新增光伏裝機實施嚴控,同時單晶片市場份額不斷擴大,我們將 2018/2019 的矽片出貨量預估從 29.4 / 31.4GW 分別下調至 10.0 % / 12.5% 至 26.5 / 27.4GW。為反應市場萎縮狀態下激烈價格競爭,我們還將 2018/2019 年度矽片平均售價預測分別下調 8.7% / 13.5%。對於協鑫新能源 (451 HK),我們預計 2018/2019 年新增光伏裝機將從 1.2GW 放緩至 700MW,儘管規模增速放緩,由于利息支出減少,我們預料盈利增長動能不變。基于上述調整,我們對保利協鑫的盈利預測從 2019/2019/2020 的人民幣 24.09 / 28.67 / 35.39 億元分別下調 19.8% / 13.0% / 6.8% 至 19.32 / 24.93 / 32.98 億元人民幣。我們的分部加總估值目標價從 1.14 港元下調至 0.83 港元,維持持有評級。

❖ **仍有空間吸納矽片價格下跌。**我們預計 2018 年矽片平均銷售價格同比下降 22.4% 至 10.4 美分/瓦。我們的測算對應 2018 年餘下 7 個月矽片平均價格為 9.4 美分/瓦,較 5 月末矽片價格進一步下跌約 5% 左右。若以 9.4 美分/瓦定價,我們測算保利協鑫通過外購多晶矽所生產的多晶矽片經處於利潤極微狀態,在此狀態下預料市場上大多數多晶矽片生產廠家將陷入虧損局面。對於通過內部供應多晶矽所生產的多晶矽片,我們的測算顯示全成本為 7.46 美分/瓦,以為對這部分產量,公司仍有空間吸納進一步矽片價格下跌。從長遠角度,我們認為降低成本仍然是光伏生產企業的存續關鍵,因矽片價格在實現平價上網以前仍將維持下跌。

❖ **持續降低成本是生存的關鍵。**我們認為在平價上網實現以前實施較為嚴格的新增裝機控制將增加光伏產業鏈降成本的壓力,從而迫使新建產能擴張反而更加不可阻擋。管理層預計新疆工廠一期項目將於 2018 年 7 月投產,預計年內將生產 13,000 噸多晶矽,而公司也將 2019 年產量計劃擴大至 12-13.7 萬噸。此外,公司還宣布在雲南投建年產 20GW 單晶矽棒項目。除新建產能以外,公司還計劃從 2018 年 5 月開始將現有的鑄錠爐進行改造,改造完成後,產品將從原來的多晶矽錠調整為晶體結構與單晶類似的鑄錠單晶矽錠。公司後續仍有實現成本下降和效率提升的技術儲備,分別為 CCZ 連續直拉單晶技術和 FBR 多晶矽料生產技術。

❖ **流動性狀態將引起短期市場關注。**為了使保利協鑫和其重要附屬企業協鑫新能源維持市場競爭力,我們預料公司將在多個層面具有資金需求。我們預計短期市場擔憂將集中在公司的流動性上,特別是目前處於政策打擊和產能過剩的雙重影響之下。我們認為保利協鑫和協鑫新能源在股權融資方面的成功與否將是公司股價和市場信心可否獲得提振的關鍵事項。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
調整後 EPS (人民幣)	0.110	0.107	0.131	0.141	0.176
EPS 變動 (%)	(29)	(3)	23	7	25
市盈率 (x)	8.7	8.9	7.3	6.8	5.4
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	10	9	10	9	11
淨財務杠杆率 (%)	148	185	216	212	188

資料來源:公司及招銀國際研究預測

持有 (維持)

目標價	HK\$0.83
(此前目標價)	HK\$1.14)
潛在升幅	+14.0%
當前股價	HK\$0.76

蕭小川

電話: (852) 3900 0849

郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

中國太陽能行業

市值(百萬港元)	14,130
3 月平均流通量(百萬港元)	107.35
52 周內股價高/低(港元)	1.63/0.72
總股本(百萬)	18,592

資料來源: 彭博

股東結構

朱共山	32.4%
-----	-------

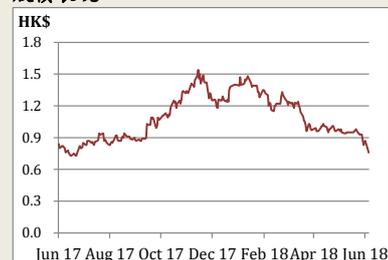
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-20.0%	-23.0%
3-月	-37.2%	-39.0%
6-月	-38.7%	-43.1%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.gcl-poly.com.hk

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	22,025	23,794	24,790	24,280	29,665
光伏材料	19,270	19,355	18,405	17,252	22,042
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,888	6,531	7,127
销售成本	(14,980)	(15,596)	(16,389)	(14,836)	(18,483)
毛利	7,044	8,198	8,401	9,444	11,182
销售费用	(73)	(119)	(99)	(97)	(119)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(1,983)	(1,942)	(2,373)
其它收益	(165)	(465)	(249)	(276)	(316)
息税前收益	4,960	5,426	6,069	7,129	8,374
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,029)	(3,313)	(3,523)
合资企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	3,070	3,846	4,880
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(491)	(596)	(732)
减去：非控制股东权益	165	377	647	757	851
净利润	2,029	1,974	1,931	2,492	3,297
核心净利润	2,142	1,926	1,932	2,493	3,298

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	59,907	76,169	85,955	89,782	93,958
物业、厂房及设备	52,462	63,780	74,453	78,457	83,250
预付租金	1,124	1,178	1,200	1,200	1,200
无形资产	125	854	729	676	628
预付款	3,640	6,083	5,451	5,251	4,600
其它	2,557	4,275	4,123	4,199	4,280
流动资产	27,112	31,111	24,451	26,408	34,332
现金及现金等价物	12,189	14,393	7,955	9,665	14,613
应收贸易款项	12,285	14,537	15,026	15,294	18,044
存货	966	991	1,041	1,020	1,246
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
流动负债	35,311	41,659	36,512	36,411	41,406
应付贸易账款	17,860	19,592	14,442	13,044	16,477
客户预收款	518	612	570	535	680
借债	14,529	20,817	21,000	22,332	23,750
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
非流动负债	29,225	36,549	44,007	46,643	49,600
客户预收款	183	119	477	448	569
借债	28,399	35,614	42,960	45,625	48,461
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	23,394	27,308	29,886	33,136	37,284
	-	-	-	-	-
净资产总值	2,573	4,532	5,180	5,937	6,788
股东权益	20,821	22,775	24,706	27,199	30,496

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	59,907	76,169	85,955	89,782	93,958
物业、厂房及设备	52,462	63,780	74,453	78,457	83,250
预付租金	1,124	1,178	1,200	1,200	1,200
无形资产	125	854	729	676	628
预付款	3,640	6,083	5,451	5,251	4,600
其它	2,557	4,275	4,123	4,199	4,280
流动资产	27,112	31,111	24,451	26,408	34,332
现金及现金等价物	12,189	14,393	7,955	9,665	14,613
应收贸易款项	12,285	14,537	15,026	15,294	18,044
存货	966	991	1,041	1,020	1,246
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
流动负债	35,311	41,659	36,512	36,411	41,406
应付贸易账款	17,860	19,592	14,442	13,044	16,477
客户预收款	518	612	570	535	680
借债	14,529	20,817	21,000	22,332	23,750
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
非流动负债	29,225	36,549	44,007	46,643	49,600
客户预收款	183	119	477	448	569
借债	28,399	35,614	42,960	45,625	48,461
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	23,394	27,308	29,886	33,136	37,284
	-	-	-	-	-
净资产总值	2,573	4,532	5,180	5,937	6,788
股东权益	20,821	22,775	24,706	27,199	30,496

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,960	5,427	6,070	7,129	8,374
折旧和摊销	3,208	3,654	4,296	4,618	4,893
运营资金变动	2,428	(2,395)	(20)	(167)	(2,891)
税务开支	(537)	(638)	(491)	(596)	(732)
其它	(2,273)	2,907	(4,500)	(2,310)	1,232
经营活动所得净现金流	7,785	8,955	5,354	8,675	10,876
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(10,462)	(8,622)	(9,685)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	275	(3,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(18,775)	(14,112)	(10,382)	(10,212)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	7,207	4,036	4,295
股息	-	-	-	-	-
其它	410	(1,805)	(4,738)	(621)	-
融资活动所得现金净值	(1,232)	11,698	2,469	3,415	4,295
现金增加净额	(1,597)	1,878	(6,289)	1,707	4,959
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	4,385	6,092
汇兑	241	(190)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	4,385	6,092	11,051
受限制现金	3,231	3,720	3,570	3,573	3,562
资产负债表现金	12,216	14,393	7,955	9,665	14,613

来源：公司、招銀國際預測

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於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）並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）並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：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為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為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。報告所載數據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，并可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為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數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為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採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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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化的通知。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。招銀證券可能採取與報告中建議及/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。本報告版權僅為本公司所有，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信息，請與我們聯絡。

對於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。

對於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。接收本報告之行為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士。