

協鑫新能源(451 HK, HK\$0.395 目標價: HK\$0.60, 買入) — 轉向平衡發展

- ❖ **協鑫新能源將在 2017 年啟動幾項轉型。**管理層在近期的反向路演中透露，針對趨向收緊的光伏裝機指引，公司將啟動幾項戰略轉型：1) 公司的項目開發將不僅局限於中國，將加速海外專案擴張；2) 項目開發將從專注於地面電站拓展至地面電站及分散式並舉；3) 通過出售部分專案股權實現輕資產開發。為配合戰略轉型，管理層同時提出了幾項與之相匹配的目標，包括開發 300 兆瓦的美國光伏電站項目，開發 500 兆瓦國內分散式光伏專案，並實現 1.5-2 吉瓦電站資產出表。我們預料協鑫新能源將因此在 2017 年轉向更為均衡的發展模式。
- ❖ **2016 年實現裝機超出預期。**管理層透露 16 年實現有效新增並網容量接近 1.9 吉瓦，高於我們此前預測的 1.5 吉瓦。在運營表現方面，公司表示利用小時數達 1,260 小時以上，較我們此前預測的 1,298 小時略低，但運維成本降至人民幣 5.5-6 分每瓦，低於我們人民幣 6.2 分/瓦預測。我們據此將全年新增裝機自 2 吉瓦上調至 2.2 吉瓦，並相應調低利用小時數及每瓦維護成本。整體來看，我們認為協鑫新能源展現了很高的運營效率。
- ❖ **出售 PCB 業務以及 2017 年裝機計畫。**協鑫新能源公告決定處置 PCB 業務及有關資產，資產出讓價格不低於 2.5 億港元，並根據 16 年實際盈利狀況設有兌價調整機制。資產處置價格基於 12 倍市盈率估算。管理則透露將會在 2016 財年對資產處置所帶來的 1.83 億人民幣損失進行撥備。對於 2017 年的擴張計畫，公司詳列了 500 兆瓦的海外新增裝機，500 兆瓦的國內屋頂分散式項目，以及 1.5-2 吉瓦的國內地面電站專案，2017 年合共開發 2.5-3 吉瓦光伏專案。
- ❖ **重申買入。**我們將 PCB 資產處置影響，2016-17 年更高的裝機增速，略微更優的運營表現以及永續債和其它債券發行的影響置入模型預測當中。受撥備影響，我們將 2016 年預測淨利潤自 3.81 億人民幣調低至 1.43 億，並基於更高的實現裝機，將 2017 年的預測淨利潤自人民幣 8.48 億上調至 11.06 億。我們的目標價維持每股 0.60 港元，對應每股預測每股市盈率 9.2 倍，潛在漲幅 51.9%，重申買入評級。

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	3,520	4,148	6,097
淨利潤(百萬元人民幣)	(89)	(15)	143	1,106	1,894
每股收益(人民幣,分)	(0.71)	(0.11)	0.75	5.80	9.93
每股收益變動(%)	N/A	N/A	N/A	673	71
市盈率(x)	N/A	N/A	56.0	7.2	4.2
市帳率(x)	2.2	2.1	1.5	1.2	0.9
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(3.9)	(0.6)	3.2	19.6	25.1
淨財務杠杆率(%)	87.4	480.5	484.7	582.4	573.1

來源: 公司及招銀國際研究部

注: 並購以後, 協鑫新能源在 2014 年將財務年度由 3 月 31 日變更為 12 月 31 日。

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk
中國新能源
協鑫新能源 (451 HK)

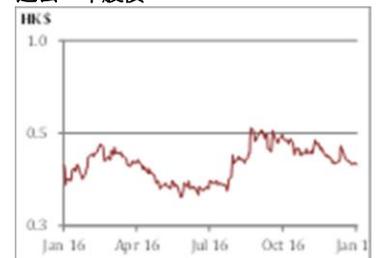
評級	買入
收市價	HK\$0.395
目標價	HK\$0.60
市值(港幣百萬)	7,534
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	7.00
52 周高/低(港幣)	0.55/0.305
發行股數(百萬)	19,074
主要股東	保利協鑫(62.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.4%	-7.8%
3 月	-15.8%	-14.8%
6 月	14.3%	8.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	930	1,970	3,520	4,148	6,097
太陽能業務	1	688	2,036	4,148	6,097
印刷電路板業務	930	1,282	1,484	-	-
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,979)	(1,385)	(1,969)
毛利	75	523	1,540	2,764	4,128
銷售費用	(13)	(17)	(21)	(12)	(18)
行政費用	(147)	(359)	(458)	(332)	(427)
其他收益及費用	(22)	217	52	(37)	16
息稅前收益	(107)	363	1,113	2,382	3,698
融資成本淨額	(15)	(336)	(757)	(1,261)	(1,758)
合資及聯營企業	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊項目	-	(42)	(183)	-	-
稅前利潤	(77)	23	182	1,130	1,950
所得稅	(12)	(39)	(39)	(25)	(57)
少數股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
淨利潤	(89)	(15)	143	1,106	1,894
核心淨利潤	(89)	27	326	1,106	1,894

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	33,963	46,356	58,032
物業、廠房及設備	5,269	14,194	31,266	43,233	54,815
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	2,289	2,708	2,794
其它非流動資產	41	278	281	281	281
流動資產	1,662	6,556	9,274	8,865	10,720
現金及現金等價物	598	1,965	3,888	2,813	4,207
應收賬款	451	3,151	3,863	4,529	4,990
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	18,754	16,206	18,466
應付帳款	2,874	7,100	10,329	7,661	7,576
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	7,119	7,240	9,584
其他流動負債	39	58	60	60	60
非流動負債	1,568	8,202	18,145	31,570	40,948
借貸	1,549	8,173	18,119	31,543	40,921
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
永續債	-	-	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,288	2,441	4,538	5,643	7,537
股東權益	2,288	2,441	4,538	5,643	7,537

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	1,113	2,382	3,698
折舊和攤銷	80	384	684	1,186	1,664
運營資金變動	(110)	1,498	2,518	(3,334)	(546)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(25)	(57)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(395)	(347)
經營活動所得現金淨額	(395)	35	4,026	(186)	4,413
資本開支	(3,631)	(9,366)	(17,413)	(13,403)	(12,471)
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)	(17,468)	(13,715)	(13,182)
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	12,189	13,545	11,722
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	1,240	(720)	(1,559)
融資活動所得現金淨額	3,530	10,479	15,364	12,825	10,163
現金增加淨額	565	1,334	1,923	(1,075)	1,394
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	3,888	2,813
匯兌	(3)	33	-	-	-
年末現金及現金等價物	598	1,965	3,888	2,813	4,207
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
資產負債表現金	1,047	2,917	5,018	3,943	5,337

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	57.8	100.0	100.0
印刷電路板業務	99.9	65.1	42.2	-	-
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	43.8	66.6	67.7
稅前利率	(8.3)	1.2	5.2	27.3	32.0
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	4.1	26.6	31.1
有效稅率	N/A	166.3	21.6	2.2	2.9

資產負債表比率

流動比率(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
速動比率(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
現金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
平均營收周轉天數	N/A	232.7	262.9	327.2	284.1
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	17.2	14.5	9.9
債務/股本比率(%)	113.6	560.8	408.4	529.7	547.8
淨負債/股東權益比率(%)	87.4	480.5	484.7	648.9	622.9

回報率(%)

股本回報率	(3.9)	(0.6)	3.2	19.6	25.1
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.3	2.0	2.8

每股數據

每股盈利(人民幣分)	(0.71)	(0.11)	0.75	5.80	9.93
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值(人民幣)	0.2	0.2	0.2	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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 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”)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，並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，並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資料。報告中的資訊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。

本報告基於我們認為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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。