

保利协鑫 (3800 HK)

切换赛道，进入技术转型期

- ❖ **云南投资生产单晶硅棒。**保利协鑫宣布初步投资协议，计划在云南曲靖组建合资企业。公司同意与曲靖市政府和曲靖经济技术开发区管委会共同投资人民币90亿元用于两期单晶硅生产设施（每期规模10吉瓦）。协鑫将主要负责募集资金及建设生产设施，而地方政府将负责征地和水电、道路等基础设施建设支持的相关手续。据当地政府新闻信息，保利协鑫曲靖合资企业将于2019年3季度完成施工，我们初步预计2020年将获得产能释放。在目前阶段，公司尚未披露关于合资企业潜在投资者以及其他合伙人的进一步细节。
- ❖ **通过技术差异化实现赛道切换。**据管理层表示，曲靖单晶硅棒投资不是对单晶产品市场份额扩张的防御性布局，而是针对晶硅产品市场需求的差异化解决方案。通过进一步大规模投资布局单晶技术产品，我们认为保利协鑫释放了从“专注于多晶硅”转向“多晶硅和单晶硅并行开发”的信号。根据2017年市场趋势，在长期技术演进过程中，我们认为下游生产商在平衡组件效率和成本潜力以后，更倾向于单晶硅产品。此前，保利协鑫也拥有自己的单晶硅棒和单晶硅锭技术储备，并在宁夏推出了1吉瓦单晶硅棒生产线。但由于公司在单晶方面处于后发布局，在传统的多次拉晶（RCz）技术领域，我们认为公司在效率和成本上均落后于隆基和中环等主流竞争对手。此次通过对曲靖的单晶硅棒项目投资，保利协鑫有意采取颠覆性的连续直拉单晶（CCz）以应对日趋激烈的市场竞争。
- ❖ **30%潜在成本优势。**保利协鑫自2017年4月起通过对SunEdison技术组合竞购获得并整合了CCz高效连续直拉制造技术。根据公司信息，CCz技术将使每个坩埚在寿命周期内连续控制8-10根单晶硅棒，对比传统的RCz每坩埚3-4根在生产效率方面将提升40%以上。电耗方面，CCz技术的消耗量也将较RCz少20%（我们估计CCz电耗约28-30KWh/kg）。公司预计CCz单晶硅棒生产成本将比RCz低30%，表明云南曲靖生产线的产品将较现有产品具有较大的成本竞争力，管理层同时预计CCz在实现量产后每年仍将具有5%左右的生产效率提升。除此以外，我们相信CCz的成本效益很可能将因保利协鑫在徐州扩大FBR多晶硅产量而进一步提升，因FBR技术将在原料端为公司的CCz单晶硅棒生产带来成本持续缩减空间（GCL预计FBR将使多晶硅成本降至每公斤8.0美元以下）。
- ❖ **影响尚待观察。**我们认为，保利协鑫对于对单晶产品的技术布局将使市场对于多晶和单晶技术线路之间的争议有明确定论。在长期光电转换效率发展以及成本效益潜力方面，单晶将更胜一筹。由于目前公司关于CCz技术细节披露不多，我们预计市场将保持观望态度。在短期内，我们认为市场将更多地关注1）硅片产品端激烈的价格战，2）上游多晶硅定价是否会受到竞争对手新建产能释放影响；以及3）公司是否能如期在4季度实现新疆产能投放。我们预计市场将对保利协鑫下一轮大规模资本开支有所顾虑，并对曲靖投资反应谨慎。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
调整后净利润(百万人民币)	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
调整后EPS(人民币)	0.110	0.107	0.131	0.141	0.176
EPS变动(%)	(29)	(3)	23	7	25
市盈率(x)	8.7	8.9	7.3	6.8	5.4
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	10	9	10	9	11
净财务杠杆率(%)	148	185	216	212	188

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	HK\$1.14
(此前目标价)	HK\$1.21
潜在升幅	+14.0%
当前股价	HK\$1.00

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	18,592
3月平均流通量(百万港元)	139.54
52周内股价高/低(港元)	1.63/0.72
总股本(百万)	18,592

资料来源：彭博

股东结构

朱共山	32.4%
-----	-------

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.4%	-9.4%
3-月	-29.4%	-28.2%
6-月	-15.8%	-22.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.gcl-poly.com.hk

- ❖ **硅片价格：单多晶维持价差。** 2018 年 3 月和 4 月，硅片价格继续下跌。农历新年后，新订单进入市场也并未使硅片价格企稳。我们认为这表明国内市场光伏装机需求相对疲软。根据 PVinsights 数据，高效率的 6 寸多晶硅片近期定价为 0.506 美元/片，而 6 英寸单晶硅片定价为 0.615 美元/片。多晶对单晶价差维持在 0.1 美元/片以上，显示多晶硅片仍然维持较好的产品性价比。在硅料端，在需求淡季导致多晶硅料价格下跌后，多晶硅价格企稳在 15.0 美元/公斤。基于我们预期多晶硅新的有效产能将最早于在 3 季度末进入市场，我们预计多晶硅价格将在 2 季度至 3 季度末在此位置维持稳定。
- ❖ **维持持有评级。** 鉴于 1) 我们预计市场将对保利协鑫新的单晶硅棒生产保持谨慎态度，2) 多晶硅片仍然面临较为激烈的价格压力，以及 3) 光伏下游装机前景暂不明朗，我们维持此前观点，即保利协鑫目前处于生产布局和技术应用的调整期。我们的分部估值中对于光伏材料部分的 2018 年预测市盈率从 11 倍下调至 10 倍，对应目标价也因此自每股 1.21 港元下调至每股 1.14 港元。**我们对公司维持持有评级。**

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	32,703	33,369	34,349
光伏材料	19,270	19,355	26,277	25,987	26,091
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
销售成本	(14,980)	(15,596)	(22,922)	(22,821)	(22,610)
毛利	7,044	8,198	9,781	10,548	11,739
销售费用	(73)	(119)	(131)	(133)	(137)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(2,616)	(2,670)	(2,748)
其它收益	(165)	(465)	(368)	(409)	(391)
息税前收益	4,960	5,426	6,666	7,336	8,463
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,037)	(3,356)	(3,578)
合资企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	3,659	4,010	4,916
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
减去：非控制股东权益	165	377	634	768	898
净利润	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
核心净利润	2,142	1,926	2,440	2,621	3,281

來源：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	86,291	91,728	94,891
物业、厂房及设备	52,462	63,780	74,783	80,375	84,167
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	4,128	4,226	4,295
流动资产	27,112	31,111	30,652	32,014	36,651
现金及现金等价物	12,189	14,393	9,780	10,383	14,420
应收贸易款项	12,285	14,537	19,070	19,801	20,360
存货	966	991	1,374	1,402	1,443
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	42,164	42,183	43,396
应付贸易账款	17,860	19,592	19,760	18,090	18,096
客户预收款	518	612	807	799	802
借债	14,529	20,817	21,096	22,795	23,998
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	44,398	47,789	50,198
客户预收款	183	119	676	669	672
借债	28,399	35,614	43,152	46,550	48,957
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	30,381	33,770	37,948
净资产总值	2,573	4,532	5,166	5,934	6,832
股东权益	20,821	22,775	25,215	27,836	31,116

來源：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
息稅前收益	4,960	5,427	6,666	7,336	8,463
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)	(4,390)	(658)	(528)
税务开支	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
其它	(3,025)	-	(2,520)	(2,310)	(2,440)
经营活动所得净现金流	7,033	6,048	3,466	8,365	9,651
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(10,793)	(10,210)	(8,685)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	-	(2,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(19,051)	(13,443)	(11,970)	(9,212)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	7,498	5,147	3,645
股息	-	-	-	-	-
其它	410	1,188	(2,001)	(1,001)	1
融资活动所得现金净值	(1,232)	14,691	5,497	4,146	3,646
现金增加净额	(1,597)	1,688	(4,480)	542	4,085
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	6,194	6,735
汇兑	241	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	6,194	6,735	10,820
受限制现金	3,231	3,720	3,586	3,647	3,600
资产负债表现金	12,216	14,393	9,780	10,383	14,420

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
光伏材料业务	87.5	81.3	80.4	77.9	76.0
太阳能电站业务	2.3	2.1	1.5	1.5	1.4
新能源业务	10.2	16.6	18.1	20.6	22.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	29.9	31.6	34.2
税前利率	12.9	12.2	11.2	12.0	14.3
净利润率	9.2	8.3	7.5	7.9	9.6
核心净利润率	9.7	8.1	7.5	7.9	9.6
有效税率	18.9	21.9	16.0	15.5	15.0

资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	187.5	212.6	213.4
平均应付账款周转天数	408.8	438.3	313.3	302.7	292.1
平均存货周转天数	28.7	22.9	18.8	22.2	23.0
	206.2	247.8	254.8	249.1	234.5
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	216.0	211.8	188.1

回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	9.7	9.4	10.5
资产回报率	2.3	1.8	2.1	2.1	2.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	0.13	0.14	0.18
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.36	1.50	1.67

来源：公司、招銀國際預測

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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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責任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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任何其他人。