

# 睿智投資

## 保利協鑫 (3800 HK, HK\$1.11 目標價: HK\$1.45, 買入) — 尋求進一步空間進行成本縮減

- ❖ 淨利潤增長 113.7%。** 保利協鑫發布了中期業績。上半年收入自 15 年同期人民幣 102.2 億增長至人民幣 131.6 億，按年增長 28.7%。銷售增長來源於兩個方面，1) 硅片銷量按年增加 25.7% 至 8.88 吉瓦，同期硅片銷售均價下跌 4.1% 至 0.187 美元/瓦；2) 新能源業務持續快速擴張。同期毛利潤增長 7.4 個百分點，自 25.5% 上升至 32.9%，顯示出公司卓越的成本控制。淨利潤則自人民幣 6.52 億強勁增長至人民幣 13.93 億，按年增長 113.7%。公司期內計提了人民幣 4.45 億的實驗設備折舊損失，同時管理層表示因超產能負荷產出，期內實施了一次性加速折舊，我們測算加速折舊額約為人民幣 2 億元。
- ❖ 市場對銷售均價表示擔憂。** 儘管搶裝結束後，硅片現貨價格自 5 月起大幅下跌，管理層仍然維持全年 17GW 硅片銷售量目標。根據彭博數據，近期硅片價格自 6 月份起由 0.84 美元/瓦水平快速下跌至 0.70 美元/瓦水平，已下跌了 18%。市場目前對於保利協鑫的硅片定價表示擔憂，4 季度能否實現需求和價格回暖是下半年業績表現額關鍵。我們通過不同的情景分析，並以基準假設下硅片全年的平均銷售價位 0.176 美元/瓦，較我們此前的預測低 11.9%。
- ❖ SunEdison 收購：意在進一步縮減成本。** 保利協鑫於中報後發布了對 SunEdison 旗下硅片產能的收購協議。SunEdison 資產包中包含對 FBR 連續顆粒多晶硅生產的以及第五代 CZZ 晶體直拉技術，交易兌價為 1.5 億美元，其中資產包不含現金及負債。我們相信該收購將在長期鞏固保利協鑫的成本領先優勢，但短期來看或顯示公司 FBR 產能擴大遇到了一定問題，並導致產量無法短期內實現快速擴大。由於目前對交易具體項目和內容信息不足，我們暫且未將交易對公司帶來的影響置入我們的模型預測當中。
- ❖ 目標價自 2.03 港元調降至 1.54 港元。** 有鑒於技術和市場的不確定性，我們將 1) 硅片業務的全年銷售均價調低 11.9%，2) 同步放慢 FBR 產能擴張節奏。我們對 16-18 年的淨利潤預測也因此分別調低 37.5%，36.3% 以及 34.7% 至人民幣 22.65 億，32.42 億以及 37.15 億元。基於我們更新後的分類加總估值，對除協鑫新能源以外業務估值為 9 倍 16 年預測市盈率，得到保利協鑫每股價值為 1.45 港元，對現價意味 30.6% 增長空間。**重申「買入」評級。**

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	21,523	21,766	25,060	28,004	29,957
淨利潤 (人民幣百萬)	1,549	2,425	3,620	5,091	5,696
每股收益 (人民幣)	0.099	0.155	0.195	0.274	0.306
每股收益變動 (%)	N/A	57	26	41	12
市盈率(x)	10.8	6.9	5.5	3.9	3.5
市帳率(x)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
股息率 (%)	-	6.8	-	-	-
權益收益率 (%)	11	15	18	21	20
淨財務槓桿率 (%)	164%	145%	169%	165%	150%

來源:公司,招銀國際預測

### 保利協鑫 (3800 HK)

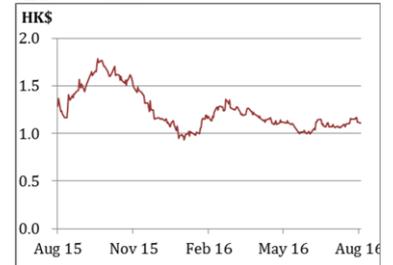
評級	買入
收市價	HK\$1.11
目標價	HK\$1.45
市值 (港幣百萬)	20,632
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	70.53
52 周高/低 (港幣)	1.7/0.91
發行股數 (百萬)	18,588
主要股東	朱共山(32.4%)
來源:	彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	5.7%	1.0%
3 月	0.9%	-9.1%
6 月	-5.1%	-19.8%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

**利潤表**

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>21,523</b>	<b>21,766</b>	<b>23,960</b>	<b>25,757</b>	<b>27,496</b>
光伏材料	20,166	19,243	19,844	19,964	20,147
太陽能電池業務	545	554	550	545	541
新能源業務	812	1,970	3,567	5,248	6,809
銷售成本	(16,548)	(15,990)	(16,117)	(17,221)	(17,772)
<b>毛利</b>	<b>4,975</b>	<b>5,776</b>	<b>7,843</b>	<b>8,537</b>	<b>9,724</b>
銷售費用	(66)	(79)	(81)	(88)	(93)
行政費用	(1,439)	(1,581)	(1,725)	(1,726)	(1,842)
其它收益	407	(249)	(246)	619	700
<b>息稅前收益</b>	<b>3,877</b>	<b>3,866</b>	<b>5,790</b>	<b>7,342</b>	<b>8,488</b>
融資成本	(2,114)	(2,209)	(2,493)	(2,837)	(3,222)
合資企業	6	(50)	(40)	(40)	(40)
聯營公司	(0)	-	-	-	-
特殊收入	-	1,160	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>1,768</b>	<b>2,768</b>	<b>3,258</b>	<b>4,465</b>	<b>5,226</b>
已終止經營業務	230	489	-	-	-
所得稅	(291)	(530)	(749)	(804)	(888)
非控制股東權益	(159)	(302)	(244)	(420)	(623)
<b>淨利潤</b>	<b>1,549</b>	<b>2,425</b>	<b>2,265</b>	<b>3,242</b>	<b>3,715</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,549</b>	<b>1,487</b>	<b>2,265</b>	<b>3,242</b>	<b>3,715</b>

来源：公司、招银国际预测

**资产负债表**

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>43,929</b>	<b>46,636</b>	<b>63,231</b>	<b>74,665</b>	<b>84,266</b>
物業、廠房及設備	39,927	41,650	58,007	69,151	78,642
預付租金	1,399	1,102	802	502	202
無形資產	136	54	53	52	50
預付款	1,153	2,686	3,062	3,557	3,841
其它	1,314	1,145	1,306	1,403	1,531
<b>流動資產</b>	<b>27,074</b>	<b>33,055</b>	<b>35,315</b>	<b>37,609</b>	<b>42,298</b>
現金及現金等價物	13,678	16,876	18,033	19,352	23,557
應收貿易款項	10,775	14,368	15,294	16,237	16,641
存貨	2,457	1,387	1,901	1,941	2,027
關聯款項	99	52	52	52	52
其它	66	373	35	28	21
<b>流動負債</b>	<b>37,932</b>	<b>40,993</b>	<b>41,916</b>	<b>44,822</b>	<b>48,210</b>
應付貿易賬款	16,443	15,698	18,950	16,560	16,084
客戶預收款	768	479	485	488	492
借債	19,850	24,258	21,928	27,217	30,116
關聯款項	590	206	200	200	200
其它	281	352	353	358	1,318
<b>非流動負債</b>	<b>16,227</b>	<b>21,138</b>	<b>33,446</b>	<b>40,607</b>	<b>47,172</b>
客戶預收款	510	203	340	342	345
借債	14,826	20,310	32,536	39,695	46,257
遞延收入	476	352	350	350	350
遞延稅項	414	223	220	220	220
其它	-	51	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>2,336</b>	<b>1,705</b>	<b>1,949</b>	<b>2,369</b>	<b>2,992</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>14,509</b>	<b>15,855</b>	<b>21,234</b>	<b>24,476</b>	<b>28,191</b>
<b>股東權益</b>	<b>14,509</b>	<b>15,854</b>	<b>21,234</b>	<b>24,476</b>	<b>28,191</b>

来源：公司、招银国际预测

**现金流量表**

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息稅前收益</b>	<b>3,877</b>	<b>3,866</b>	<b>5,790</b>	<b>7,342</b>	<b>8,488</b>
折舊和攤銷	2,941	3,247	3,723	3,910	4,388
運營資金變動	2,536	(1,588)	(1,520)	(932)	(376)
稅務開支	506	748	(749)	(804)	(888)
其它	(2,937)	(3,055)	(2,500)	(3,065)	(3,023)
<b>經營活動所得淨現金流</b>	<b>6,923</b>	<b>3,218</b>	<b>4,744</b>	<b>6,451</b>	<b>8,588</b>
購置固定資產	(4,914)	(9,297)	(20,280)	(15,254)	(14,078)
聯營公司	(31)	(119)	-	-	-
其它	(2,137)	2,010	2,150	(2,237)	(1,023)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(7,082)</b>	<b>(7,405)</b>	<b>(18,130)</b>	<b>(17,491)</b>	<b>(15,101)</b>
股份發行	7	0	2,845	-	-
淨借貸	1,731	9,892	10,252	11,729	10,670
股息	-	1,120	-	-	-
其它	(2,018)	(1,071)	1,911	(637)	(1,104)
<b>融資活動所得現金淨值</b>	<b>(280)</b>	<b>9,941</b>	<b>15,008</b>	<b>11,092</b>	<b>9,566</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(439)</b>	<b>5,754</b>	<b>1,622</b>	<b>52</b>	<b>3,053</b>
年初現金及現金等價物	4,850	4,362	10,341	12,113	12,165
匯兌	(50)	225	150	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>4,362</b>	<b>10,341</b>	<b>12,113</b>	<b>12,165</b>	<b>15,218</b>
受限制現金	9,316	6,535	5,921	7,187	8,340
<b>資產負債表現金</b>	<b>13,678</b>	<b>16,876</b>	<b>18,033</b>	<b>19,352</b>	<b>23,557</b>

来源：公司、招銀国际预测

**主要比率**

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合(%)</b>					
光伏材料業務	93.7	88.4	82.8	77.5	73.3
太陽能電站業務	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0
新能源業務	3.8	9.1	14.9	20.4	24.8
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率(%)**

毛利率	23.1	26.5	32.7	33.1	35.4
稅前利率	8.2	12.7	13.6	17.3	19.0
淨利潤率	7.2	11.1	9.5	12.6	13.5
核心淨利潤率	7.2	6.8	9.5	12.6	13.5
有效稅率	16.5	19.1	23.0	18.0	17.0

**資產負債比率**

流動比率(x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
平均應收賬款周轉天數	141.1	210.8	225.9	223.4	218.2
平均應付帳款周轉天數	181.3	366.8	392.3	376.3	335.2
平均存貨周轉天數	31.7	43.9	37.2	40.7	40.7
淨負債/股東權益比率(%)	144.7	174.7	171.6	194.3	187.4

**回報率(%)**

資本回報率	10.7	15.3	10.7	13.2	13.2
資產回報率	2.2	3.0	2.3	2.9	2.9

**每股數據**

每股盈利(人民幣)	0.099	0.155	0.122	0.174	0.200
每股股息(港幣)	-	0.086	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	1.19	1.02	1.14	1.32	1.52

来源：公司、招銀国际预测

## 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的分析员，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: 香港中环夏慤道 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

本报告期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风险。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。