

顺风光电 (1165 HK, 0.385 港元, 目标价 0.61 港元, 买入) - 高端产品及低成本皆有助顺风保持竞争力

- ❖ **太阳能行业的库存水平下降, 惟产能使用率仍然偏低。**在 2011 年第四季, 光伏系统的库存水平显著下降, 因德国的光伏系统装机量优于预期。德国于 2012 年 1 月 1 日将太阳能补贴进一步削减了 15%, 这导致 2011 年 12 月装机量急升。多晶硅价格于 2012 年头两个星期上涨 4.9% 至美元 27.83/kg。然而, 基于四季度行业产能利用率仍在 40% 左右徘徊, 我们认为光伏市场仍处于去库存化的阶段。闲置产能可以随时投入市场, 压抑光伏产品价格上涨。虽然我们相信光伏产品价格已经见底, 然而我们不认为在产能利用率上升至 60-70% 的正常水平前, 价格和盈利能力能大幅恢复。
- ❖ **毛利率预计在 2011 年下半年见底。**我们拜访了顺风管理层, 因产能扩张审慎, 公司产能利用率在 11 财年可维持在 90% 以上。在 11 年下半年高性能的 156x156mm 单晶硅电池销售比例上涨至 80% 以上, 因而也令平均电池转换率升至 18% 以上。基于机械利用率高, 11 年下半年平均生产成本进一步降低至 0.145 美元一瓦, 大幅低于中国太阳能电池行业的平均 0.18 美元一瓦。我们预计顺风的毛利率在 11 财年下半年见底, 并在 12 财年小幅增长。我们将 12-13 财年的毛利率预测分别从 11.2% 和 11.7% 上调至 11.9% 和 12.5%。
- ❖ **扩展步伐放缓。**顺风放慢其扩张的脚步, 尽管公司曾预期 11 年年底的太阳能电池产能将扩张至 660MW, 但最后仅达 540MW。管理层计划将太阳能电池、晶圆和模块的产能于 12 年底分别小幅提升至 660MW、200MW 和 300MW, 并于 13 年维持产能不变。由于太阳能市场的前景仍然不甚明朗, 我们乐于看到公司放慢扩张步伐、保持机械利用率满产和维持充足的现金。在 11 年下半年, 95% 的产品销往中国, 而其余到欧洲。面对美国和中国之间的光伏贸易纠纷, 顺风没有打算进入美国市场, 以避免潜在的关税风险。
- ❖ **顺风生产高端产品避免了低端市场的过度竞争并利用低成本优势提高竞争力。**我们上调 2012-13 年的净盈利预测分别由 1.81 及 2.36 亿人民币至 1.89 及 2.58 亿人民币以反映预测公司毛利率上升。目前股价相当于在我们 2012 和 13 财年盈利预测的 2.6 倍和 1.8 倍。我们维持用 4.1 倍 2012 财年市盈率估值。我们上调顺风 12 财年每股盈利预测从 0.116 人民币至 0.121 人民币, 目标价亦从 0.59 港元上调至 0.61 港元, 意味着 59.3% 的上升潜力。我们维持买入评级。

顺风光电 (1165 HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.385
目标价	HK\$0.610
市值(港币百万)	601
过去 3 月平均交易(港币百万)	0.48
52 周高/低(港币)	1.11 / 0.255
发行股数(百万股)	1,560
主要股东	汤国强 (29.7%)

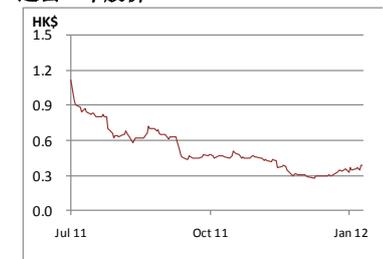
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	30.5%	19.7%
3 月	-16.3%	-24.9%
6 月	-54.2%	-48.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万元)	379	623	2,351	2,805	3,133
净利润(人民币百万元)	53	80	156	189	258
每股收益(人民币)	0.05	0.07	0.12	0.12	0.17
每股收益变动(%)	-3.4	50.4	72.6	2.0	36.5
市盈率(x)	7.4	4.9	2.7	2.6	1.8
市帐率(x)	1.9	1.2	0.5	0.4	0.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	29.8	30.8	24.6	17.8	19.8
净财务杠杆率(%)	净现金	70.1	58.3	35.0	16.1

来源: 公司及招银国际研究部

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-15%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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，并可能会受标的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作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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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士。