

# 协鑫新能源 (451 HK)

## 上半年业绩预览

- ❖ **2018年上半年运营表现稳定。**我们预估协鑫新能源上半年光伏电站发电量为3,668吉瓦时，占我们全年预估的48.0%，并将实现同比增长54.9%。我们预期发电量增长主要是受到2017年新增装机所驱动。在新增光伏电站产能方面，我们预估公司上半年实现新增并网容量为980兆瓦，其中487兆瓦来自2017年末并网项目，其余500兆瓦为2018年新增项目。随着中国政府对于新增光伏装机政策的突然调整，我们预期公司下半年的新增装机将明显减少至1-200兆瓦。总体来看，我们预期协鑫新能源上半年光伏电站的运营情况将保持稳定并符合市场预期。
- ❖ **调整盈利预测。**基于三项关键假设变化，我们将公司2018年净利预测下调35.7%，自人民币13.79亿元下调至人民币8.86亿元。这三项关键假设调整分别是1)因人民币兑美元贬值，公司2018年1月所募集的5亿美元债将带来人民币2.08亿元汇兑亏损；2)我们预期全年综合利息成本将提高50个基点，对应财务费用将因此增加人民币1.6亿元；以及3)由于新增装机量减少，我们将利息资本化比率从20%下调至14%，由此带来约1.43亿财务费用增加。我们预期汇兑损益将在上半年业绩中体现，对于上半年盈利情况，我们测算公司净利为人民币5.02亿元，同比仅增长4.5%。若将汇兑损益及已终止业务剥离计算，我们预估上半年核心净利润为人民币7.02亿元，同比增长44.8%。
- ❖ **补贴应收款回收情况将会是市场关注重点。**随着市场对于光伏相关上市企业的财务稳健性担忧日益增加，我们预期补贴应收款的回收状况将会是市场对于中期业绩关注的重点之一。我们预计公司将在2018年新增国补33亿人民币，并从符合第5-7批可再生能源补贴名录项目中获得14亿补贴款回收。预料截止至2018年末，补贴应收将累计至61亿人民币，占公司流动资产很大一部分。我们认为近期核准的第七批补贴下发将成为协鑫新能源潜在价值重估的催化剂。
- ❖ **目标价下调至每股0.45港元。**除对2018年净利下调以外，我们还将2019-20E盈利预测分别下调22.1%/26.0%，自人民币15.1/15.5亿下调至人民币11.7/11.5亿元，主要基于调高财务成本利息以及调低利息资本化率。我们的DCF目标价也相应调整为每股0.45港元，对应2019-20E市盈率分别为9.6/7.3倍。**维持买入评级。**
- ❖ **主要风险：**1)进一步政策冲击，2)潜在股权融资将带来股本稀释，以及3)补贴拖欠较预期周期更长。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	2,246	3,942	5,730	6,170	6,487
净利润(百万人民币)	130	841	886	1,176	1,146
EPS(人民币,分)	0.70	4.41	4.65	6.17	6.01
EPS变动(%)	(742)	530	5	33	(3)
市盈率(x)	38.0	6.0	5.7	4.3	4.4
市帐率(x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	2.9	15.0	13.6	15.3	13.0
净财务杠杆率(%)	295	417	451	419	389

资料来源：公司及招银国际研究预测

## 买入(维持)

目标价	HK\$0.45
(此前目标价)	HK\$0.47
潜在升幅	+45.2%
当前股价	HK\$0.31

### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

### 中国太阳能行业

市值(百万港元)	6,485
3月平均流通量(百万港元)	7.81
52周内股价高/低(港元)	0.78/0.29
总股本(百万)	19,074

资料来源：彭博

### 股东结构

保利协鑫	62.3%
朱共山	10.0%
流通股	27.7%

资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	1.2%
3-月	-27.4%	-21.1%
6-月	-35.8%	-31.3%

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.gclnewenergy.com](http://www.gclnewenergy.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售收入</b>	<b>2,246</b>	<b>3,942</b>	<b>5,730</b>	<b>6,170</b>	<b>6,487</b>
太陽能業務	2,246	3,942	5,730	6,170	6,487
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,859)	(2,073)	(2,237)
<b>毛利</b>	<b>1,571</b>	<b>2,653</b>	<b>3,871</b>	<b>4,097</b>	<b>4,251</b>
行政費用	(371)	(460)	(602)	(617)	(649)
其他收益及費用	208	217	26	226	237
<b>息稅前收益</b>	<b>1,408</b>	<b>2,410</b>	<b>3,295</b>	<b>3,707</b>	<b>3,839</b>
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(2,080)	(2,158)	(2,267)
合資及聯營企業	1	5	10	10	10
其它	(175)	(119)	(60)	-	-
特殊項目	(169)	77	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>99</b>	<b>941</b>	<b>1,165</b>	<b>1,558</b>	<b>1,582</b>
所得稅	42	40	(29)	(84)	(141)
減：少數股東權益	6	9	119	160	156
永續債收益	5	131	131	131	131
<b>淨利潤</b>	<b>130</b>	<b>841</b>	<b>886</b>	<b>1,176</b>	<b>1,146</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>299</b>	<b>764</b>	<b>886</b>	<b>1,176</b>	<b>1,146</b>

來源：公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流動資產</b>	<b>30,739</b>	<b>44,713</b>	<b>46,807</b>	<b>49,642</b>	<b>53,469</b>
物業、廠房及設備	26,755	38,104	43,077	44,939	48,729
預付租金	109	113	111	108	106
合資企業投資	42	63	68	72	77
預付款	3,372	5,519	3,170	4,140	4,175
其它非流動資產	460	813	281	281	281
<b>流動資產</b>	<b>10,739</b>	<b>10,721</b>	<b>8,083</b>	<b>9,200</b>	<b>11,387</b>
現金及現金等價物	3,826	4,197	1,261	1,580	3,563
應收賬款	3,386	4,228	5,464	6,262	6,466
存貨	-	-	-	-	-
關聯款項	20	207	56	56	56
其它流動資產	3,506	1,850	1,302	1,302	1,302
<b>流動負債</b>	<b>18,017</b>	<b>20,026</b>	<b>11,916</b>	<b>12,315</b>	<b>14,031</b>
應付帳款	11,394	10,851	5,936	5,944	7,131
關聯欠款	83	103	120	120	120
關聯借款	676	1,072	1,072	1,072	1,072
借貸	4,948	7,993	4,778	5,169	5,698
其他流動負債	916	7	10	10	10
<b>非流動負債</b>	<b>17,041</b>	<b>26,612</b>	<b>33,174</b>	<b>35,391</b>	<b>38,387</b>
借貸	17,012	26,365	33,147	35,364	38,360
遞延收入	-	212	7	7	7
遞延稅項	29	35	20	20	20
<b>少數股東權益</b>	<b>47</b>	<b>1,309</b>	<b>1,428</b>	<b>1,588</b>	<b>1,744</b>
<b>永續債</b>	<b>1,800</b>	<b>1,866</b>	<b>1,866</b>	<b>1,866</b>	<b>1,866</b>
<b>淨資產淨額</b>	<b>4,573</b>	<b>5,621</b>	<b>6,507</b>	<b>7,683</b>	<b>8,829</b>
<b>股東權益</b>	<b>4,573</b>	<b>5,621</b>	<b>6,507</b>	<b>7,683</b>	<b>8,829</b>

來源：公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息稅前收益</b>	<b>99</b>	<b>941</b>	<b>1,165</b>	<b>1,558</b>	<b>1,582</b>
折舊和攤銷	724	1,092	1,608	1,775	1,911
運營資金變動	1,905	(3,518)	(2,690)	(1,760)	948
稅務開支	(69)	(12)	85	(84)	(141)
其它	(2,208)	3,351	44	(7)	(7)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>450</b>	<b>1,854</b>	<b>212</b>	<b>1,483</b>	<b>4,292</b>
資本開支	(13,538)	(12,244)	(6,583)	(3,640)	(5,703)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(9,714)</b>	<b>(13,354)</b>	<b>(6,583)</b>	<b>(3,640)</b>	<b>(5,703)</b>
股份及永續債發行	3,801	273	-	-	-
淨借貸	8,958	12,795	3,566	2,608	3,525
股息	(5)	(131)	(131)	(131)	(131)
其它	(1,573)	(1,021)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>11,155</b>	<b>11,888</b>	<b>3,435</b>	<b>2,477</b>	<b>3,393</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,890</b>	<b>388</b>	<b>(2,936)</b>	<b>320</b>	<b>1,983</b>
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	1,261	1,580
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,853</b>	<b>4,197</b>	<b>1,261</b>	<b>1,580</b>	<b>3,563</b>
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
<b>資產負債表現金</b>	<b>3,826</b>	<b>4,197</b>	<b>1,261</b>	<b>1,580</b>	<b>3,563</b>

來源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合 (%)</b>					
太陽能業務	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<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	69.9	67.3	67.6	66.4	65.5
稅前利率	4.4	23.9	20.3	25.3	24.4
淨利潤率	5.8	21.3	15.5	19.1	17.7
有效稅率	(42.8)	(4.3)	2.4	5.4	8.9

**資產負債表比率**

流動比率 (x)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
速動比率 (x)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
平均營收周轉天數	415.2	415.0	434.4	493.6	507.7
平均存貨周轉天數	13.5	n/a	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	352.6	402.8	397.9	373.6	362.8
淨負債/股東權益比率 (%)	295.1	417.2	450.7	419.1	388.6

**回報率 (%)**

股本回報率	2.9	15.0	13.6	15.3	13.0
資產回報率	0.3	1.5	1.6	2.0	1.8

**每股數據**

每股盈利 (人民幣, 分)	0.7	4.4	4.6	6.2	6.0
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.24	0.29	0.34	0.40	0.46

來源：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: 香港中环花园道三号冠君大厦 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上责任。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。