

## 協鑫新能源 (451 HK, HK\$0.335, 目標價: HK\$0.54, 買入) — 業績扭虧為盈，並且高淨利增長可期

- ❖ **聚焦於光伏下游的發展平臺。**協鑫新能源是一家中國領先，專注於太陽能發電的獨立發電運營商。公司由保利協鑫（港股代號：3800, 買入評級）控股持有 62.28%，並作為協鑫集團旗下唯一的太陽能下游開發平臺，致力於探索和發展太陽能下游應用、光伏專案融資以及資產證券化。
- ❖ **裝機容量快速增長並具備自主專案開發能力。**協鑫新能源擁有具備符合國家資質要求的電力設計院，並在 2015 年內完成建立了 31 家城市及省級分公司，使公司具備了從專案申請、設計、總承包到專案運營全過程的光伏專案開發能力。協鑫新能源於 2015 年實現了 970 兆瓦的裝機容量擴張，我們預期公司裝機容量將保持快速增長勢頭，並預測 2016 年新增地面電站級容量 1.6 吉瓦，其中 60% 的新增專案屬公司自主開發。
- ❖ **政策支持力度升級。**我們認為政府政策將仍然是支持光伏下游產業發展的主要驅動力。自 2016 年期，隨著密集性的政策出臺，我們認為政府對於可再生能源產業的政策支持有所升級。可再生能源發電全額保障性收購將會極大緩解市場對於協鑫新能源所面臨限電問題的憂慮，從而對公司形成強而有力的催化劑。此外，更加規範化的市場環境將減少項目許可證炒賣的機會，這將有效降低光伏專案的開發成本。
- ❖ **業績實現扭虧為盈，預測 16 年淨利潤人民幣 1.16 億元。**隨著 15 年新增裝機實現併網發電，我們預測公司營收將從 15 年的人民幣 19.7 億增長至 16 年的 30.32 億，實現強勁增長。我們同時預測 2016 年高毛利的太陽能業務收入佔比將提高至 57.8%，這將使公司的毛利率自 15 年 26.5% 擴張至 16 年 42.2%。我們認為合適的增長步伐將會是公司業務和財務表現的關鍵。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**我們通過三階段貼現現金流估值法測算協鑫新能源的合理價值為人民幣 87.49 億元，對應每股人民幣 0.46 元。基於港元匯率 1 港元=人民幣 0.85 元，我們的對協鑫新能源的目標價為 0.54 港元，對現價存在 59% 上漲空間，首次覆蓋給予買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	930	1,970	3,032	4,602	6,267
淨利潤 (人民幣百萬)	(89)	(15)	116	626	1,217
每股收益 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	0.61	3.28	6.38
每股收益變動 (%)	N/A	N/A	N/A	438	94
市盈率(x)	N/A	N/A	55.7	10.4	5.3
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	0	0	0	0	0
權益收益率 (%)	(3.9)	(0.6)	2.6	12.2	19.1
淨財務槓桿率 (%)	87.4	480.5	465.1	644.1	670.0

來源:公司,招銀國際預測

注:\*並購後,協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日,14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

### 協鑫新能源 (451 HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.34
目標價	HK\$0.54
市值(港幣百萬)	64,85
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	2.22
52 周高/低(港幣)	0.86/0.307
發行股數(百萬)	19,074
主要股東	保利協鑫(62.3%)

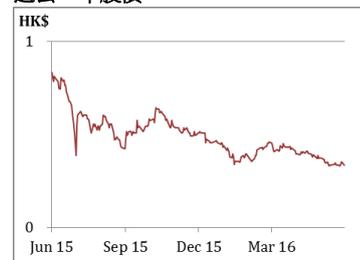
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.3%	-14.5%
3 月	-18.1%	-23.2%
6 月	-32.8%	-31.0%

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
<b>銷售收入</b>	<b>930</b>	<b>1,970</b>	<b>3,032</b>	<b>4,602</b>	<b>6,267</b>
太陽能業務	1	688	1,752	3,322	4,987
印刷電路板業務	930	1,282	1,280	1,280	1,280
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,752)	(2,359)	(2,938)
<b>毛利</b>	<b>75</b>	<b>523</b>	<b>1,280</b>	<b>2,244</b>	<b>3,329</b>
銷售費用	(13)	(17)	(18)	(18)	(19)
行政費用	(147)	(359)	(364)	(368)	(439)
其他收益及費用	(22)	217	(6)	(25)	20
<b>息稅前收益</b>	<b>(107)</b>	<b>363</b>	<b>892</b>	<b>1,832</b>	<b>2,892</b>
融資成本淨額	(15)	(336)	(745)	(1,176)	(1,599)
合資及聯營企業	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊項目	-	(42)	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>(77)</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>665</b>	<b>1,303</b>
所得稅	(12)	(39)	(39)	(39)	(87)
非控制股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>(15)</b>	<b>116</b>	<b>626</b>	<b>1,217</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>27</b>	<b>116</b>	<b>626</b>	<b>1,217</b>

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**資產負債表**

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>6,202</b>	<b>16,947</b>	<b>29,290</b>	<b>40,526</b>	<b>50,444</b>
物業、廠房及設備	5,269	14,194	26,892	37,819	47,631
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	1,991	2,292	2,391
其它非流動資產	41	278	281	281	281
<b>流動資產</b>	<b>1,662</b>	<b>6,556</b>	<b>8,148</b>	<b>7,728</b>	<b>8,750</b>
現金及現金等價物	598	1,965	3,133	1,907	2,530
營收賬款	451	3,151	3,492	4,298	4,697
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
<b>流動負債</b>	<b>4,008</b>	<b>12,858</b>	<b>18,432</b>	<b>18,595</b>	<b>21,243</b>
應付賬款	2,874	7,100	8,127	7,436	7,053
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	8,999	9,852	12,884
其它流動負債	39	58	60	60	60
<b>非流動負債</b>	<b>1,568</b>	<b>8,202</b>	<b>14,495</b>	<b>24,522</b>	<b>31,597</b>
借貸	1,549	8,173	14,468	24,495	31,570
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	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,511</b>	<b>5,137</b>	<b>6,354</b>
<b>股東權益</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,511</b>	<b>5,137</b>	<b>6,354</b>

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**現金流量表**

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A*	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息稅前收益</b>	<b>(107)</b>	<b>363</b>	<b>892</b>	<b>1,832</b>	<b>2,892</b>
折舊和攤銷	80	384	647	1,144	1,608
運營資金變動	(110)	1,498	687	(1,496)	(782)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(39)	(87)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(300)	(300)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(395)</b>	<b>35</b>	<b>1,936</b>	<b>1,142</b>	<b>3,331</b>
資本開支	(3,631)	(9,366)	(13,024)	(11,574)	(10,752)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	-	(300)	(300)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,570)</b>	<b>(9,181)</b>	<b>(13,033)</b>	<b>(11,883)</b>	<b>(11,061)</b>
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	10,419	10,880	10,107
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	(90)	(1,364)	(1,754)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,530</b>	<b>10,479</b>	<b>12,265</b>	<b>9,516</b>	<b>8,353</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>565</b>	<b>1,334</b>	<b>1,168</b>	<b>(1,226)</b>	<b>623</b>
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	3,133	1,907
匯兌	(3)	33	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>598</b>	<b>1,965</b>	<b>3,133</b>	<b>1,907</b>	<b>2,530</b>
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
<b>資產負債表現金</b>	<b>1,047</b>	<b>2,917</b>	<b>4,263</b>	<b>3,037</b>	<b>3,660</b>

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**主要比率**

年結：12月31日	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
太陽能業務	0.1	34.9	57.8	72.2	79.6
印刷電路板業務	99.9	65.1	42.2	27.8	20.4
<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	8.1	26.5	42.2	48.8	53.1
稅前利率	(8.3)	1.2	5.1	14.5	20.8
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	3.8	13.6	19.4
有效稅率	N/A	166.3	25.2	5.9	6.6

**資產負債比率**

流動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
平均應收款周轉天數	N/A	232.7	290.2	275.1	257.5
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	20.0	13.1	9.6
債務 / 股本比率 (%)	113.6	560.8	534.5	681.1	709.7
淨負債 / 股東權益比率 (%)	87.4	480.5	465.1	644.1	670.0

**回報率 (%)**

資本回報率	(3.9)	(0.6)	2.6	12.2	19.2
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.3	1.3	2.1

**每股數據**

每股盈利 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	0.61	3.28	6.38
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值 (人民幣)	0.16	0.18	0.24	0.27	0.33

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

## 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: 香港中環夏慤道 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並可能會受目標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。