

协鑫新能源(451 HK, HK\$0.395 目标价: HK\$0.60, 买入) — 转向平衡发展

- ❖ **协鑫新能源将在 2017 年启动几项转型。**管理层在近期的反向路演中透露，针对趋向收紧的光伏装机指引，公司将启动几项战略转型：1) 公司的项目开发将不仅局限于中国，将加速海外项目扩张；2) 项目开发将从专注于地面电站拓展至地面电站及分布式并举；3) 通过出售部分项目股权实现轻资产开发。为配合战略转型，管理层同时提出了几项与之相匹配的目标，包括开发 300 兆瓦的美国光伏电站项目，开发 500 兆瓦国内分布式光伏项目，并实现 1.5-2 吉瓦电站资产出表。我们预料协鑫新能源将因此在 2017 年转向更为均衡的发展模式。
- ❖ **2016 年实现装机超出预期。**管理层透露 16 年实现有效新增并网容量接近 1.9 吉瓦，高于我们此前预测的 1.5 吉瓦。在运营表现方面，公司表示利用小时数达 1,260 小时以上，较我们此前预测的 1,298 小时略低，但运维成本降至人民币 5.5-6 分每瓦，低于我们人民币 6.2 分/瓦预测。我们据此将全年新增装机自 2 吉瓦上调至 2.2 吉瓦，并相应调低利用小时数及每瓦维护成本。整体来看，我们认为协鑫新能源展现了很高的运营效率。
- ❖ **出售 PCB 业务以及 2017 年装机计划。**协鑫新能源公告决定处置 PCB 业务及有关资产，资产出让价格不低于 2.5 亿港元，并根据 16 年实际盈利状况设有竞价调整机制。资产处置价格基于 12 倍市盈率估算。管理则透露将会在 2016 财年对资产处置所带来的 1.83 亿人民币损失进行拨备。对于 2017 年的扩张计划，公司详列了 500 兆瓦的海外新增装机，500 兆瓦的国内屋顶分布式项目，以及 1.5-2 吉瓦的国内地面电站项目，2017 年合共开发 2.5-3 吉瓦光伏项目。
- ❖ **重申买入。**我们将 PCB 资产处置影响，2016-17 年更高的装机增速，略微更优的运营表现以及永续债和其它债券发行的影响置入模型预测当中。受拨备影响，我们将 2016 年预测净利润自 3.81 亿人民币调低至 1.43 亿，并基于更高的实现装机，将 2017 年的预测净利润自人民币 8.48 亿上调至 11.06 亿。我们的目标价维持每股 0.60 港元，对应每股预测每股市盈率 9.2 倍，潜在涨幅 51.9%，重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	930	1,970	3,520	4,148	6,097
净利润(百万元人民币)	(89)	(15)	143	1,106	1,894
每股收益(人民币, 分)	(0.71)	(0.11)	0.75	5.80	9.93
每股收益变动(%)	N/A	N/A	N/A	673	71
市盈率(x)	N/A	N/A	56.0	7.2	4.2
市帐率(x)	2.2	2.1	1.5	1.2	0.9
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(3.9)	(0.6)	3.2	19.6	25.1
净财务杠杆率(%)	87.4	480.5	484.7	582.4	573.1

来源: 公司及招银国际研究部

注: 并购以后, 协鑫新能源在 2014 年将财务年度由 3 月 31 日变更为 12 月 31 日。

萧小川

(852) 3900 0849

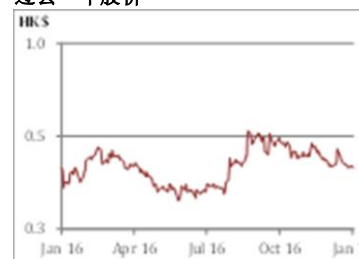
robinxiao@cmbi.com.hk
中国新能源
协鑫新能源 (451 HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.395
目标价	HK\$0.60
市值(港币百万)	7,534
过去 3 月平均交易(港币百万)	7.00
52 周高/低(港币)	0.55/0.305
发行股数(百万)	19,074
主要股东	保利协鑫(62.3%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.4%	-7.8%
3 月	-15.8%	-14.8%
6 月	14.3%	8.3%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	930	1,970	3,520	4,148	6,097
太陽能業務	1	688	2,036	4,148	6,097
印刷電路板業務	930	1,282	1,484	-	-
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,979)	(1,385)	(1,969)
毛利	75	523	1,540	2,764	4,128
銷售費用	(13)	(17)	(21)	(12)	(18)
行政費用	(147)	(359)	(458)	(332)	(427)
其他收益及費用	(22)	217	52	(37)	16
息稅前收益	(107)	363	1,113	2,382	3,698
融資成本淨額	(15)	(336)	(757)	(1,261)	(1,758)
合資及聯營企業	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊項目	-	(42)	(183)	-	-
稅前利潤	(77)	23	182	1,130	1,950
所得稅	(12)	(39)	(39)	(25)	(57)
少數股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
淨利潤	(89)	(15)	143	1,106	1,894
核心淨利潤	(89)	27	326	1,106	1,894

来源: 公司及招銀國際研究部預測

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	6,202	16,947	33,963	46,356	58,032
物業、廠房及設備	5,269	14,194	31,266	43,233	54,815
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	2,289	2,708	2,794
其它非流動資產	41	278	281	281	281
流動資產	1,662	6,556	9,274	8,865	10,720
現金及現金等價物	598	1,965	3,888	2,813	4,207
應收賬款	451	3,151	3,863	4,529	4,990
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
流動負債	4,008	12,858	18,754	16,206	18,466
應付帳款	2,874	7,100	10,329	7,661	7,576
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	7,119	7,240	9,584
其他流動負債	39	58	60	60	60
非流動負債	1,568	8,202	18,145	31,570	40,948
借貸	1,549	8,173	18,119	31,543	40,921
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	-	-	-	-	-
少數股東權益	0	1	1	1	1
永續債	-	-	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,288	2,441	4,538	5,643	7,537
股東權益	2,288	2,441	4,538	5,643	7,537

来源: 公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	(107)	363	1,113	2,382	3,698
折舊和攤銷	80	384	684	1,186	1,664
運營資金變動	(110)	1,498	2,518	(3,334)	(546)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(25)	(57)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(395)	(347)
經營活動所得現金淨額	(395)	35	4,026	(186)	4,413
資本開支	(3,631)	(9,366)	(17,413)	(13,403)	(12,471)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	(45)	(303)	(702)
投資活動所得現金淨額	(2,570)	(9,181)	(17,468)	(13,715)	(13,182)
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	12,189	13,545	11,722
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	1,240	(720)	(1,559)
融資活動所得現金淨額	3,530	10,479	15,364	12,825	10,163
現金增加淨額	565	1,334	1,923	(1,075)	1,394
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	3,888	2,813
匯兌	(3)	33	-	-	-
年末現金及現金等價物	598	1,965	3,888	2,813	4,207
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
資產負債表現金	1,047	2,917	5,018	3,943	5,337

来源: 公司及招銀国际研究部预测

主要比率

年結：12月31日	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	0.1	34.9	57.8	100.0	100.0
印刷電路板業務	99.9	65.1	42.2	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.1	26.5	43.8	66.6	67.7
稅前利率	(8.3)	1.2	5.2	27.3	32.0
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	4.1	26.6	31.1
有效稅率	N/A	166.3	21.6	2.2	2.9

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
平均營收周轉天數	N/A	232.7	262.9	327.2	284.1
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	17.2	14.5	9.9
債務/股本比率 (%)	113.6	560.8	408.4	529.7	547.8
淨負債/股東權益比率 (%)	87.4	480.5	484.7	648.9	622.9

回報率 (%)

股本回報率	(3.9)	(0.6)	3.2	19.6	25.1
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.3	2.0	2.8

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	0.75	5.80	9.93
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4

来源: 公司及招銀国际研究部预测

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

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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士。