

保利协鑫 (3800 HK)

下半年迎来至暗时刻

- ❖ **上半年盈利同比下跌 68%**。保利协鑫上半年维持多晶硅和硅片出货量实现同比增长，两项产品出货同比分别增加 7.1% 和 14.0%，销售均价方面，则同比下跌 14.0% 和 21.4%。受此影响，上半年光伏材料业务部门收入同比下降 13.5% 至人民币 80.64 亿元，同时该业务部门的毛利率同比明显下跌 8.4 个百分点至 16.2%，管理层解释毛利下跌主要是由于成本降低速度慢于产品价格下降速度。财务费用方面同比激增 39.1%，主要来自于协鑫新能源（451 HK）新增装机放缓，导致利息资本化率降低带来明显的财务成本释放。上半年公司研发费用明显增加，叠加汇兑损失带来较多的其它费用支出。上半年净利润同比 68.0 至人民币 3.82 亿元，其中协鑫新能源 56.2%。
- ❖ **下半年展望：至暗时刻**。在中国政府光伏 5.31 新政对光伏产业踩了急刹车，光伏制造业自此面临困境。下游需求失去了能见度，使产品制造商面临产品价格急剧下跌的压力。我们预计公司将面临啊库存和价格方面压力。为了抑制自 6 月份开始的库存明显增长，管理层反应迅速，将硅片调整为按需求生产。在销售价格方面，管理层预计随着 4 季度需求陆续增加，产品价格将趋于稳定。对于全年指引，管理层将全年硅片出货量目标下调至 25 吉瓦，并且非硅加工加工成本降低 10% 以上。根据 8 月下旬的多晶硅和硅片售价，我们预计保利协鑫全年销售均价将同比下跌 13.5% 和 34.0%，我们预测全年光伏材料毛利将进一步从上半年毛利 16.2% 进一步下跌 6 个百分点至 10.2%。我们认为公司的至暗时刻将在下半年到来。
- ❖ **局面扭转希望：新疆多晶硅产能释放**。为了扭转目前困难的经营局面，管理层加快了新疆厂房的推进速度。年产量共计 5 万吨的 2 条新建产线将在 3 季度末开始试车，新疆厂将享受较低的电价以及较小的资本开支带来低折旧费用，管理层预计达产后全成本仅为人民币 50 元/公斤。我们认为保利协鑫新疆厂投产将成为公司竞争力恢复的关键。根据我们测算，新疆厂的投运将使公司 2019 年多晶硅混合成本降低 8.6%，叠加转换效率提升以及非硅成本降低，硅片成本将可较 2018 年降低 16.9%，公司有望将整体的光伏材料毛利率在 2019 年提升至 17.9%。
- ❖ **目标价下调至 0.57 港元，维持持有评级**。截止 2018 年上半年，撇除协鑫新能源部分，公司共计有 1 年内到期债务月人民币 150 亿元。管理层对于获得续贷短期债务展示了信心，同时留有充裕的银行信贷支持以缓解市场对于公司流动性问题的担忧。基于我们更新后的销售均价和出货量预测，我们将公司 2018-20 年的盈利展望分别下调 94.3/59.2/45.8%，自人民币 19.31/24.92/32.97 亿下调至人民币 1.10/10.17/17.89 亿元。我们的分布加总估值目标价也自每股 0.83 港元下调至 0.57 港元，**维持持有评级**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	22,025	23,794	21,386	22,985	28,353
调整后净利润(百万人民币)	2,029	1,974	110	1,017	1,789
调整后 EPS (人民币)	0.110	0.107	0.006	0.055	0.096
EPS 变动 (%)	(29)	(3)	(95)	824	76
市盈率(x)	4.1	4.3	76.9	8.3	4.7
市帐率(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	10	9	0	4	7
净财务杠杆率 (%)	148	185	258	264	236

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	HK\$0.57
(此前目标价)	HK\$0.83
潜在升幅	+7.5%
当前股价	HK\$0.53

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	9,715
3 月平均流通量(百万港元)	76.22
52 周内股价高/低(港元)	1.63/0.72
总股本(百万)	18,592

资料来源：彭博

股东结构

朱共山	34.3%
-----	-------

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-20.9%	-21.4%
3-月	-39.1%	-33.4%
6-月	-57.3%	-53.1%

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.gcl-poly.com.hk

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	22,025	23,794	21,386	22,985	28,353
光伏材料	19,270	19,355	15,127	15,996	21,406
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
销售成本	(14,980)	(15,596)	(15,867)	(15,710)	(19,502)
毛利	7,044	8,198	5,519	7,275	8,850
销售费用	(73)	(119)	(86)	(92)	(113)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(1,711)	(1,839)	(2,268)
其它收益	(165)	(465)	(198)	(299)	(378)
息税前收益	4,960	5,426	3,525	5,045	6,090
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,086)	(3,362)	(3,438)
合資企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	469	1,713	2,682
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(75)	(266)	(402)
减去：非控制股东权益	165	377	284	431	491
净利润	2,029	1,974	110	1,017	1,789

来源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	59,907	76,169	88,541	88,696	88,553
物业、厂房及设备	52,462	63,780	76,994	77,376	77,905
预付租金	1,124	1,178	1,200	1,200	1,200
无形资产	125	854	729	676	628
预付款	3,640	6,083	5,451	5,251	4,600
其它	2,557	4,275	4,167	4,193	4,219
流动资产	27,112	31,111	21,654	20,338	27,537
现金及现金等价物	12,189	14,393	7,164	4,456	8,599
应收贸易款项	12,285	14,537	13,162	14,487	17,318
存货	966	991	898	965	1,191
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
流动负债	35,311	41,659	37,093	33,471	37,103
应付贸易账款	17,860	19,592	14,383	10,240	13,206
客户预收款	518	612	471	497	660
借债	14,529	20,817	21,739	22,234	22,736
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
非流动负债	29,225	36,549	45,401	46,414	47,557
客户预收款	183	119	395	417	553
借债	28,399	35,614	44,436	45,427	46,434
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	23,394	27,308	27,701	29,149	31,429
净资产总值	2,573	4,532	4,817	5,247	5,738
股东权益	20,821	22,775	22,885	23,902	25,691

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	4,960	5,427	3,525	5,045	6,091
折旧和摊销	3,208	3,654	4,296	4,618	4,893
运营资金变动	2,428	(2,395)	2,031	(1,363)	(3,026)
税务开支	(537)	(638)	(75)	(266)	(402)
其它	(2,273)	2,907	(5,033)	(4,725)	1,159
经营活动所得净现金流	7,785	8,955	4,744	3,311	8,714
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(13,004)	(5,000)	(5,421)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	275	(3,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(18,775)	(16,654)	(6,760)	(5,948)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	9,444	1,500	1,524
股息	-	-	-	-	-
其它	410	(1,805)	(4,738)	(621)	-
融资活动所得现金净值	(1,232)	11,698	4,706	879	1,524
现金增加净额	(1,597)	1,878	(7,204)	(2,570)	4,289
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	3,469	899
汇兑	241	(190)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	3,469	899	5,188
受限制现金	3,231	3,720	3,696	3,557	3,410
资产负债表现金	12,216	14,393	7,164	4,456	8,599

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
光伏材料业务	87.5	81.3	70.7	69.6	75.5
太阳能电站业务	2.3	2.1	2.3	2.2	1.7
新能源业务	10.2	16.6	26.9	28.2	22.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	25.8	31.7	31.2
税前利率	12.9	12.2	2.2	7.5	9.5
净利润率	9.2	8.3	0.5	4.4	6.3
核心净利润率	9.7	8.1	0.5	4.4	6.3
有效税率	18.9	21.9	16.0	15.5	15.0

资产负债比率

流动比率(X)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	236.4	219.5	204.7
平均应付账款周转天数	408.8	438.3	390.8	286.0	219.4
平均存货周转天数	28.7	22.9	21.7	21.6	20.2
	206.2	247.8	289.2	283.1	269.2
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	257.9	264.4	235.8

回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	0.5	4.3	7.0
资产回报率	2.3	1.8	0.1	0.9	1.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	0.01	0.05	0.10
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.23	1.29	1.38

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之分析员，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 3 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。