

## 保利协鑫 (3800 HK)

### 火热市场需求驱动销售目标上调

❖ **上半年业绩胜市场预期。**保利协鑫上半年录得销售收入人民币 114 亿，同比下降 8.2%。下手收入下降因光伏材料销售均价大幅下降所致，导致光伏材料板块销售收入同比下跌 17%至人民币 93.2 亿元。新能源售电收入大幅增增抵消了部分收入下滑影响，上半年新能源业务收入为人民币 25.3 亿（含 PCB 业务），同比增长 74.4%。主要开支维持良好控制，融资成本费用控制尤为出色。上半年公司仅录得财务成本同比上升 8.6%，绝对数额上仅为人民币 9 千万，在新能源业务板块财务费用净增 2.3 亿背景下显得非常突出。公司录得净利润人民币 11.9 亿，同比下降 14.1%。上半年公司业绩表现符合我们预期，但在市场对产品较为悲观态度下胜于市场预期。

❖ **光伏材料需求意外火热。**光伏材料价格自 17 年 3 月起持续下跌，但受中美贸易争端，ITC 对 201 法案潜在裁决影响，在市场预期淡季情况下强势拉动需求，并使光伏材料几个明显反弹。公司继续实现多晶硅及硅片满产满销。上半年生产多晶硅 38,747 吨，同比增长 6.7%；硅片出货量 10.6 吉瓦，同比增长 19.5%。两项运营数据均表明公司的运营效率继续增加。我们预期火热的市场需求将有望维持至 11 月初，直到美国总统签署裁决生效。届时，我们认为新的市场需求（尤其是新兴市场需求）将有望逐步进入市场释放。

❖ **金刚线切割+黑硅组合提升销售目标。**为了应对单晶产品所带来的竞争，公司大力推行了针对多晶硅产品的技术革新，其中金刚线切割+黑硅技术组合是公司积极推广的目标。管理层透露新的技术组合已被证明能将转换效率提升至超过 20%，并且通过较低成本的技术改造，可将目前的切割效率翻倍。公司计划在年末将金刚线切割比例提升至硅片总产能的 80%。基于目前市场需求火热，以及产能在技术改造后进一步提升，管理层有意提升全年的销售目标。基于对全球光伏需求乐观判断，我们将 17 年全年硅片出货量预测自 19 吉瓦提升至 21 吉瓦。

❖ **目标价自 1.18 港元提升至 1.26 港元，维持买入评级。**我们相信更高的硅片出货量将能过弥补销售价格下跌所带来的影响，并且技术和成本上的提升将显著增加光伏需求增长，另外下游业务的告诉增长也会为公司带来额外盈利贡献。我们将 2017-19 年净利预测分别提升 9.9/14.9/23.9%自人民币 21.9/25.0/29.0 亿上调至人民币 24.1/28.7/36.0 亿元。我们的分部加总估值也随之调整至每股 1.26 港元，维持买入评级。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A  | FY17E  | FY18E  | FY19E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币)     | 21,766 | 22,025 | 22,827 | 24,350 | 26,883 |
| 调整后净利润(百万人民币)  | 2,425  | 2,029  | 2,409  | 2,867  | 3,595  |
| 调整后 EPS (人民币)  | 0.155  | 0.109  | 0.130  | 0.154  | 0.193  |
| EPS 变动 (%)     | 57     | (30)   | 19     | 19     | 25     |
| 市盈率(x)         | 4.9    | 6.9    | 5.8    | 4.9    | 3.9    |
| 市帐率(x)         | 0.7    | 0.7    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| 股息率 (%)        | 8.2    | -      | -      | -      | -      |
| 权益收益率 (%)      | 15     | 10     | 10     | 11     | 12     |
| 净财务杠杆率 (%)     | 175    | 148    | 198    | 210    | 209    |

资料来源：公司及招银国际研究预测

#### 买入（维持）

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$1.26  |
| (此前目标价) | HK\$1.18) |
| 潜在升幅    | +43.2%    |
| 当前股价    | HK\$0.88  |

#### 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)       | 16,357    |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 116.92    |
| 52 周内股价高/低(港元) | 1.24/0.72 |
| 总股本(百万)        | 18,588    |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|     |       |
|-----|-------|
| 朱共山 | 32.4% |
|-----|-------|

资料来源：港交所

#### 股价表现

|     | 绝对回报   | 相对回报   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | 6.0%   | 4.4%   |
| 3-月 | 10.0%  | 2.0%   |
| 6-月 | -15.4% | -28.2% |

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](http://www.gcl-poly.com.hk)

**利潤表**

| 年結：12月31日（人民币 百万） | FY15A         | FY16A         | FY17E         | FY18E         | FY19E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>         | <b>21,766</b> | <b>22,025</b> | <b>22,827</b> | <b>24,350</b> | <b>26,883</b> |
| 光伏材料              | 19,243        | 19,270        | 18,191        | 18,123        | 19,264        |
| 太阳能电站业务           | 554           | 508           | 536           | 536           | 536           |
| 新能源业务             | 1,970         | 2,246         | 4,100         | 5,691         | 7,083         |
| 销售成本              | (15,990)      | (14,980)      | (14,990)      | (15,123)      | (15,969)      |
| <b>毛利</b>         | <b>5,776</b>  | <b>7,044</b>  | <b>7,836</b>  | <b>9,227</b>  | <b>10,914</b> |
| 销售费用              | (79)          | (73)          | (75)          | (80)          | (89)          |
| 行政费用              | (1,581)       | (1,847)       | (1,826)       | (1,948)       | (2,151)       |
| 其它收益              | (249)         | (165)         | (248)         | (304)         | (323)         |
| <b>息税前收益</b>      | <b>3,866</b>  | <b>4,960</b>  | <b>5,687</b>  | <b>6,895</b>  | <b>8,351</b>  |
| 融资成本              | (2,209)       | (2,149)       | (2,155)       | (2,665)       | (3,128)       |
| 合资企业              | (50)          | 33            | 33            | 33            | 33            |
| 联营公司              | -             | -             | -             | -             | -             |
| 特殊收入              | 1,160         | -             | -             | -             | -             |
| <b>税前利润</b>       | <b>2,768</b>  | <b>2,844</b>  | <b>3,565</b>  | <b>4,263</b>  | <b>5,256</b>  |
| 已终止经营业务           | 489           | (112)         | -             | -             | -             |
| 所得税               | (530)         | (537)         | (642)         | (725)         | (867)         |
| 非控制股东权益           | (302)         | (165)         | (513)         | (671)         | (794)         |
| <b>净利润</b>        | <b>2,425</b>  | <b>2,029</b>  | <b>2,409</b>  | <b>2,867</b>  | <b>3,595</b>  |

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） | FY15A         | FY16A         | FY17E         | FY18E         | FY19E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>      | <b>46,636</b> | <b>59,907</b> | <b>73,987</b> | <b>86,048</b> | <b>95,978</b> |
| 物业、厂房及设备          | 41,650        | 52,462        | 65,596        | 76,629        | 86,618        |
| 预付租金              | 1,102         | 1,124         | 1,050         | 1,000         | 950           |
| 无形资产              | 54            | 125           | 129           | 132           | 135           |
| 预付款               | 2,686         | 3,640         | 4,601         | 5,451         | 5,251         |
| 其它                | 1,145         | 2,557         | 2,611         | 2,837         | 3,026         |
| <b>流动资产</b>       | <b>33,055</b> | <b>27,112</b> | <b>26,060</b> | <b>25,326</b> | <b>31,002</b> |
| 现金及现金等价物          | 16,876        | 12,189        | 9,330         | 7,655         | 12,908        |
| 应收贸易款项            | 14,368        | 12,285        | 15,045        | 15,902        | 16,187        |
| 存货                | 1,387         | 966           | 1,255         | 1,339         | 1,479         |
| 关联款项              | 52            | 268           | 268           | 268           | 268           |
| 其它                | 373           | 1,405         | 161           | 161           | 161           |
| <b>流动负债</b>       | <b>40,993</b> | <b>35,311</b> | <b>37,424</b> | <b>38,216</b> | <b>41,027</b> |
| 应付贸易账款            | 15,698        | 17,860        | 16,293        | 16,065        | 15,813        |
| 客户预收款             | 479           | 518           | 446           | 444           | 471           |
| 借债                | 24,258        | 14,529        | 19,995        | 21,016        | 24,052        |
| 关联款项              | 206           | 422           | 422           | 422           | 422           |
| 其它                | 352           | 1,982         | 268           | 268           | 268           |
| <b>非流动负债</b>      | <b>21,138</b> | <b>29,225</b> | <b>36,305</b> | <b>42,348</b> | <b>51,709</b> |
| 客户预收款             | 203           | 183           | 312           | 311           | 330           |
| 借债                | 20,310        | 28,399        | 35,423        | 41,467        | 50,809        |
| 递延收入              | 352           | 276           | 350           | 350           | 350           |
| 递延税项              | 223           | 367           | 220           | 220           | 220           |
| 其它                | 51            | -             | -             | -             | -             |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>17,560</b> | <b>23,394</b> | <b>26,317</b> | <b>29,855</b> | <b>34,245</b> |
| <b>净资产总值</b>      | <b>1,705</b>  | <b>2,573</b>  | <b>3,087</b>  | <b>3,758</b>  | <b>4,552</b>  |
| <b>股东权益</b>       | <b>15,854</b> | <b>20,821</b> | <b>23,230</b> | <b>26,098</b> | <b>29,693</b> |

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） | FY15E          | FY16A          | FY17E           | FY18E           | FY19E           |
|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 息稅前收益             | 3,866          | 4,960          | 5,687           | 6,895           | 8,351           |
| 折旧和摊销             | 3,247          | 3,208          | 3,571           | 3,997           | 4,428           |
| 运营资金变动            | (1,588)        | 2,428          | (2,827)         | (715)           | (236)           |
| 税务开支              | 748            | (537)          | (642)           | (725)           | (867)           |
| 其它                | (3,055)        | (2,273)        | (3,065)         | (3,023)         | (2,605)         |
| <b>经营活动所得净现金流</b> | <b>3,218</b>   | <b>7,785</b>   | <b>2,724</b>    | <b>6,429</b>    | <b>9,071</b>    |
| 购置固定资产            | (9,297)        | (16,062)       | (16,077)        | (15,229)        | (14,416)        |
| 联营公司              | (119)          | -              | -               | -               | -               |
| 其它                | 2,010          | 7,912          | (1,995)         | (2,000)         | -               |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(7,405)</b> | <b>(8,150)</b> | <b>(18,072)</b> | <b>(17,229)</b> | <b>(14,416)</b> |
| 股份发行              | 0              | 2,846          | -               | -               | -               |
| 净借贷               | 9,892          | (1,641)        | 11,666          | 11,402          | 9,534           |
| 股息                | (1,120)        | -              | -               | -               | -               |
| 其它                | 1,169          | (2,437)        | 425             | (3,029)         | 434             |
| <b>融资活动所得现金净值</b> | <b>9,941</b>   | <b>(1,232)</b> | <b>12,091</b>   | <b>8,373</b>    | <b>9,968</b>    |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>5,754</b>   | <b>(1,597)</b> | <b>(3,258)</b>  | <b>(2,427)</b>  | <b>4,622</b>    |
| 年初现金及现金等价物        | 4,362          | 10,341         | 8,985           | 5,727           | 3,300           |
| 汇兑                | 225            | 241            | -               | -               | -               |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>10,341</b>  | <b>8,985</b>   | <b>5,727</b>    | <b>3,300</b>    | <b>7,922</b>    |
| 受限制现金             | 6,535          | 3,231          | 3,603           | 4,356           | 4,985           |
| <b>资产负债表现金</b>    | <b>16,876</b>  | <b>12,216</b>  | <b>9,330</b>    | <b>7,656</b>    | <b>12,907</b>   |

来源：公司、招銀國際預測

## 主要比率

| 年結：12月31日      | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合(%)</b> |              |              |              |              |              |
| 光伏材料业务         | 88.4         | 87.5         | 79.7         | 74.4         | 71.7         |
| 太阳能电站业务        | 2.5          | 2.3          | 2.3          | 2.2          | 2.0          |
| 新能源业务          | 9.1          | 10.2         | 18.0         | 23.4         | 26.3         |
| <b>合计</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    | 26.5 | 32.0 | 34.3 | 37.9 | 40.6 |
| 税前利率   | 12.7 | 12.9 | 15.6 | 17.5 | 19.6 |
| 净利润率   | 11.1 | 9.2  | 10.6 | 11.8 | 13.4 |
| 核心净利润率 | 6.8  | 9.5  | 10.6 | 11.8 | 16.6 |
| 有效税率   | 19.1 | 18.9 | 18.0 | 17.0 | 16.5 |

## 资产负债比率

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动比率(x)       | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
|               | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.7   |
|               | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.3   |
| 平均应收账款周转天数    | 210.8 | 220.8 | 218.5 | 231.9 | 217.8 |
| 平均应付账款周转天数    | 366.8 | 408.8 | 415.8 | 390.5 | 364.3 |
| 平均存货周转天数      | 43.9  | 28.7  | 27.0  | 31.3  | 32.2  |
|               | 281.1 | 206.2 | 238.6 | 239.4 | 252.1 |
| 净负债/股东权益比率(%) | 174.7 | 147.6 | 198.4 | 210.1 | 208.7 |

## 回报率(%)

|       |      |     |      |      |      |
|-------|------|-----|------|------|------|
| 资本回报率 | 15.3 | 9.7 | 10.4 | 11.0 | 12.1 |
| 资产回报率 | 3.0  | 2.3 | 2.4  | 2.6  | 2.8  |

## 每股数据

|             |      |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 每股盈利(人民币)   | 0.16 | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 0.19 |
| 每股股息(人民币)   | 0.07 | -    | -    | -    | -    |
| 每股账面价值(人民币) | 1.02 | 1.12 | 1.25 | 1.40 | 1.60 |

来源：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

|            |                                |
|------------|--------------------------------|
| <b>买入</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| <b>持有</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| <b>卖出</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| <b>未评级</b> | : 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士。