

## 協鑫新能源(451 HK, HK\$0.41 目標價: HK\$0.60, 買入) — 上半年業績帶來驚喜

- ❖ **光伏發電業務表現超出預期。**協鑫新能源發佈了中期業績, 營收自去年同期的人民幣 8.97 億增長至 2016 上半年的人民幣 16.71 億元, 按年增長 86%。毛利則增長兩倍, 自去年同期的人民幣 2.59 億增長至 2016 上半年的人民幣 7.72 億。淨利潤則由 15 年同期 0.71 億增長至期內的 1.67 億, 漲幅達 134%。業績表現強勁增長主要歸因於光伏發電業務有優異表現, 從新增裝機產能、光伏利用小時、投資成本控制以及光伏電站維護, 各個環節的表現均優於我們此前預期。
- ❖ **電力銷售增長 232%。**受到高裝機容量增長支持, 公司的太陽能電力銷售自 15 年上半年 352 吉瓦時增長至 16 年同期 1,169 千瓦時。管理層透露上半年光伏利用小時數高達 775 小時, 較公司項目測算水準高 4-5%。管理層也據此對 16 年全年利用小時目標訂立為 1,375 小時, 頗具雄心, 也較我們預期的 1,285 小時更高。我們測算上半年有效利用容量為 1,508 吉瓦, 並預期強勁的增長勢頭在上半年高達 1.1 吉瓦的裝機容量帶動下仍將持續。截止至 6 月底, 公司的併網裝機容量已達 2,182 兆瓦。
- ❖ **項目層面競爭加劇。**我們相信光伏下游生態正逐漸從資金驅動開始轉向更多的以技術和管理為主要驅動。下游電站發展的新常態將更多的通過上網電價競價來實現。對於部分領跑者專案, 協鑫新能源透露公司部分專案的報價折讓較基準上網電價可低 30%, 但基於更低的每瓦建造成本以及更高的發電效率及管理, 公司可以維持 12% 以上的專案股權回報率。我們認為, 在協鑫集團對於整個光伏行業供應鏈的洞見, 並且協鑫新能源自身具備內部專案設計和開發的實力基礎上, 協鑫新能源將會在競爭中獲得領先優勢。
- ❖ **提升目標價至 0.60 港元。**我們對公司預測進行了修正, 基於 1) 2016 年更高的裝機容量增長; 2) 更高的光伏利用小時數; 3) 更低的專案開發成本; 以及 4) 對於未來電價更低的預期, 我們分別將 FY16E-FY18E 的淨利預測調高 228%, 35% 和 14% 至人民幣 3.81 億, 8.48 億以及 13.88 億元。我們的 DCF 估值也隨之更新, 並反映目前更低的市場風險溢價以及 beta 值。我們將目標價由 0.54 港元提升 11% 至 0.60 港元。維持「買入」評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	930	1,970	3,567	5,248	6,809
淨利潤(百萬元人民幣)	(89)	(15)	381	848	1,388
每股收益(人民幣)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股收益變動(%)	N/A	N/A	N/A	122	64
市盈率(x)	N/A	N/A	21.0	9.5	5.8
市帳率(x)	2.2	2.1	1.4	1.2	1.0
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
淨財務槓杆率(%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

來源: 公司及招銀國際研究部

注: 並購以後, 協鑫新能源在 2014 年將財務年度由 3 月 31 日變更為 12 月 31 日。

### 協鑫新能源 (451 HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.41
目標價	HK\$0.60
市值(港幣百萬)	8,011
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	4.44
52 周高/低(港幣)	0.664/0.305
發行股數(百萬)	19,074
主要股東	保利協鑫(62.3%)

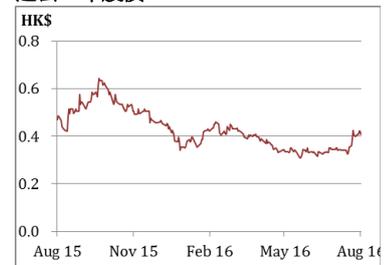
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	21.7%	18.1%
3 月	25.4%	13.1%
6 月	0.0%	-17.2%

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>3,567</b>	<b>5,248</b>	<b>6,809</b>
太陽能業務	1	688	2,083	3,764	5,325
印刷電路板業務	930	1,282	1,484	1,484	1,484
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,968)	(2,704)	(3,235)
<b>毛利</b>	<b>75</b>	<b>523</b>	<b>1,598</b>	<b>2,544</b>	<b>3,574</b>
銷售費用	(13)	(17)	(21)	(21)	(20)
行政費用	(147)	(359)	(464)	(420)	(477)
其他收益及費用	(22)	217	54	(7)	35
<b>息稅前收益</b>	<b>(107)</b>	<b>363</b>	<b>1,167</b>	<b>2,096</b>	<b>3,112</b>
融資成本淨額	(15)	(336)	(756)	(1,218)	(1,644)
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>421</b>	<b>887</b>	<b>1,478</b>
所得稅	(12)	(39)	(39)	(39)	(90)
少數股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>(15)</b>	<b>381</b>	<b>848</b>	<b>1,388</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>27</b>	<b>381</b>	<b>848</b>	<b>1,388</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**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>32,557</b>	<b>43,361</b>	<b>52,469</b>
物業、廠房及設備	5,269	14,194	30,130	40,619	49,689
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	2,020	2,326	2,357
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>7,770</b>	<b>7,188</b>	<b>8,386</b>
現金及現金等價物	598	1,965	2,577	1,119	2,013
應收賬款	451	3,151	3,670	4,546	4,849
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>20,469</b>	<b>19,063</b>	<b>21,349</b>
應付賬款	2,874	7,100	9,773	7,331	6,774
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	9,390	10,426	13,268
其他流動負債	39	58	60	60	60
<b>非流動負債</b>	<b>1,568</b>	<b>8,202</b>	<b>15,081</b>	<b>25,862</b>	<b>32,493</b>
借貸	1,549	8,173	15,054	25,835	32,467
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>淨資產淨額</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,776</b>	<b>5,624</b>	<b>7,011</b>
<b>股東權益</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,776</b>	<b>5,624</b>	<b>7,011</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**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>1,167</b>	<b>2,096</b>	<b>3,112</b>
折舊和攤銷	80	384	684	1,301	1,726
運營資金變動	(110)	1,498	2,156	(3,319)	(859)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(39)	(90)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(395)	(347)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(395)</b>	<b>35</b>	<b>3,718</b>	<b>(357)</b>	<b>3,542</b>
資本開支	(3,631)	(9,366)	(16,280)	(11,254)	(10,078)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	(45)	(303)	(702)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,570)</b>	<b>(9,181)</b>	<b>(16,334)</b>	<b>(11,566)</b>	<b>(10,789)</b>
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	11,396	11,817	9,474
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	(103)	(1,353)	(1,332)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,530</b>	<b>10,479</b>	<b>13,228</b>	<b>10,464</b>	<b>8,142</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>565</b>	<b>1,334</b>	<b>612</b>	<b>(1,458)</b>	<b>895</b>
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	2,577	1,119
匯兌	(3)	33	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>598</b>	<b>1,965</b>	<b>2,577</b>	<b>1,119</b>	<b>2,013</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>3,707</b>	<b>2,249</b>	<b>3,143</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**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	58.4	71.7	78.2
印刷電路板業務	99.9	65.1	41.6	28.3	21.8
<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	44.8	48.5	52.5
稅前利率	(8.3)	1.2	11.8	16.9	21.7
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	10.7	16.2	20.4
有效稅率	N/A	166.3	9.3	4.4	6.1

**Balance sheet ratios**

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	0.1	0.1	0.1
平均營收周轉天數	N/A	232.7	261.1	266.2	257.7
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	17.0	11.5	8.8
債務/股本比率 (%)	113.6	560.8	525.3	656.2	661.4
淨負債/股東權益比率 (%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

**回報率 (%)**

股本回報率	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.9	1.7	2.3

**每股數據**

每股盈利 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

來源：公司及招銀國際研究部預測

## 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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。而過去表現亦不代表未來的表現，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，並可能會受標的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。