

保利協鑫 (3800 HK)

下半年迎來至暗時刻

❖ **上半年盈利同比下跌 68%**。保利協鑫上半年維持多晶矽和矽片出貨量實現同比增長，兩項產品出貨同比分別增加 7.1% 和 14.0%。銷售均價方面，則同比下跌 14.0% 和 21.4%。受此影響，上半年光伏材料業務部門收入同比下降 13.5% 至人民幣 80.64 億元，同時該業務部門的毛利率同比明顯下跌 8.4 個百分點至 16.2%，管理層解釋毛利下跌主要是由於成本降低速度慢於產品價格下降速度。財務費用方面同比激增 39.1%，主要來自於協鑫新能源 (451 HK) 新增裝機放緩，導致利息資本化率降低帶來明顯的財務成本釋放。上半年公司研發費用明顯增加，疊加匯兌損失帶來較多的其它費用支出。上半年淨利潤同比 68.0 至人民幣 3.82 億元，其中協鑫新能源 56.2%。

❖ **下半年展望：至暗時刻**。在中國政府光伏 5.31 新政對光伏產業踩了急剎車，光伏製造業自此面臨困境。下游需求失去了能見度，使產品製造商面臨產品價格急劇下跌的壓力。我們預計公司將面臨庫存和價格方面壓力。為了抑制自 6 月份開始的庫存明顯增長，管理層反應迅速，將矽片調整為按需求生產。在銷售價格方面，管理層預計隨著 4 季度需求陸續增加，產品價格將趨於穩定。對於全年指引，管理層將全年矽片出貨量目標下調至 25 吉瓦，並且非矽加工加工成本降低 10% 以上。根據 8 月下旬的多晶矽和矽片售價，我們預計保利協鑫全年銷售均價將同比下跌 13.5% 和 34.0%，我們預測全年光伏材料毛利將進一步從上半年毛利 16.2% 進一步下跌 6 個百分點至 10.2%。我們認為公司的至暗時刻將在下半年到來。

❖ **局面扭轉希望：新疆多晶矽產能釋放**。為了扭轉目前困難的經營局面，管理層加快了新疆廠房的推進速度。年產量共計 5 萬噸的 2 條新建產線將在 3 季度末開始試車，新疆廠將享受較低的電價以及較小的資本開支帶來低折舊費用，管理層預計達產後全成本僅為人民幣 50 元/公斤。我們認為保利協鑫新疆廠投產將成為公司競爭力恢復的關鍵。根據我們測算，新疆廠的投運將使公司 2019 年多晶矽混合成本降低 8.6%，疊加轉換效率提升以及非矽成本降低，矽片成本將可較 2018 年降低 16.9%，公司有望將整體的光伏材料毛利率在 2019 年提升至 17.9%。

❖ **目標價下調至 0.57 港元，維持持有評級**。截止 2018 年上半年，撇除協鑫新能源部分，公司共計有 1 年內到期債務月人民幣 150 億元。管理層對於獲得續貸短期債務展示了信心，同時留有充裕的銀行信貸支持以緩解市場對於公司流動性問題的擔憂。基於我們更新後的銷售均價和出貨量預測，我們將公司 2018-20 年的盈利展望分別下調 94.3/59.2/45.8%，自人民幣 19.31/24.92/32.97 億下調至人民幣 1.10/10.17/17.89 億元。我們的分布加總估值目標價也自每股 0.83 港元下調至 0.57 港元，維持持有評級。

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬人民幣) | 22,025 | 23,794 | 21,386 | 22,985 | 28,353 |
| 調整後淨利潤 (百萬人民幣) | 2,029 | 1,974 | 110 | 1,017 | 1,789 |
| 調整後 EPS (人民幣) | 0.110 | 0.107 | 0.006 | 0.055 | 0.096 |
| EPS 變動 (%) | (29) | (3) | (95) | 824 | 76 |
| 市盈率 (x) | 4.1 | 4.3 | 76.9 | 8.3 | 4.7 |
| 市帳率 (x) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 股息率 (%) | - | - | - | - | - |
| 權益收益率 (%) | 10 | 9 | 0 | 4 | 7 |
| 淨財務杠杆率 (%) | 148 | 185 | 258 | 264 | 236 |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (維持)

| | |
|---------|----------|
| 目標價 | HK\$0.57 |
| (此前目標價) | HK\$0.83 |
| 潛在升幅 | +7.5% |
| 當前股價 | HK\$0.53 |

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國太陽能行業

| | |
|-----------------|-----------|
| 市值 (百萬港元) | 9,715 |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 76.22 |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 1.63/0.72 |
| 總股本 (百萬) | 18,592 |

資料來源：彭博

股東結構

| | |
|-----|-------|
| 朱共山 | 34.3% |
|-----|-------|

資料來源：港交所

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -20.9% | -21.4% |
| 3-月 | -39.1% | -33.4% |
| 6-月 | -57.3% | -53.1% |

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：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) |
| 合资企业 | 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（人民幣 百萬） | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 息稅前收益 | 4,960 | 5,427 | 3,525 | 5,045 | 6,091 |
| 折舊和攤銷 | 3,208 | 3,654 | 4,296 | 4,618 | 4,893 |
| 運營資金變動 | 2,428 | (2,395) | 2,031 | (1,363) | (3,026) |
| 稅務開支 | (537) | (638) | (75) | (266) | (402) |
| 其它 | (2,273) | 2,907 | (5,033) | (4,725) | 1,159 |
| 經營活動所得淨現金流 | 7,785 | 8,955 | 4,744 | 3,311 | 8,714 |
| 購置固定資產 | (16,062) | (19,051) | (13,004) | (5,000) | (5,421) |
| 聯營公司 | - | - | - | - | - |
| 其它 | 7,912 | 275 | (3,650) | (1,760) | (527) |
| 投資活動所得現金淨額 | (8,150) | (18,775) | (16,654) | (6,760) | (5,948) |
| 股份發行 | (2) | (1) | - | - | - |
| 淨借貸 | (1,641) | 13,504 | 9,444 | 1,500 | 1,524 |
| 股息 | - | - | - | - | - |
| 其它 | 410 | (1,805) | (4,738) | (621) | - |
| 融資活動所得現金淨值 | (1,232) | 11,698 | 4,706 | 879 | 1,524 |
| 現金增加淨額 | (1,597) | 1,878 | (7,204) | (2,570) | 4,289 |
| 年初現金及現金等价物 | 10,341 | 8,985 | 10,673 | 3,469 | 899 |
| 匯兌 | 241 | (190) | - | - | - |
| 年末現金及現金等价物 | 8,985 | 10,673 | 3,469 | 899 | 5,188 |
| 受限制現金 | 3,231 | 3,720 | 3,696 | 3,557 | 3,410 |
| 資產負債表現金 | 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 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合(%) | | | | | |
| 光伏材料業務 | 87.5 | 81.3 | 70.7 | 69.6 | 75.5 |
| 太陽能电站業務 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 1.7 |
| 新能源業務 | 10.2 | 16.6 | 26.9 | 28.2 | 22.8 |
| 合計 | 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 |
| 稅前利率 | 12.9 | 12.2 | 2.2 | 7.5 | 9.5 |
| 淨利潤率 | 9.2 | 8.3 | 0.5 | 4.4 | 6.3 |
| 核心淨利潤率 | 9.7 | 8.1 | 0.5 | 4.4 | 6.3 |
| 有效稅率 | 18.9 | 21.9 | 16.0 | 15.5 | 15.0 |

資產負債比率

| | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流動比率(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 |
| 平均應收賬款周轉天數 | 220.8 | 205.7 | 236.4 | 219.5 | 204.7 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 408.8 | 438.3 | 390.8 | 286.0 | 219.4 |
| 平均存貨周轉天數 | 28.7 | 22.9 | 21.7 | 21.6 | 20.2 |
| | 206.2 | 247.8 | 289.2 | 283.1 | 269.2 |
| 淨負債/股東權益比率(%) | 147.6 | 184.6 | 257.9 | 264.4 | 235.8 |

回報率(%)

| | | | | | |
|-------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 資本回報率 | 9.7 | 8.7 | 0.5 | 4.3 | 7.0 |
| 資產回報率 | 2.3 | 1.8 | 0.1 | 0.9 | 1.5 |

每股數據

| | | | | | |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 每股盈利(人民幣) | 0.11 | 0.11 | 0.01 | 0.05 | 0.10 |
| 每股股息(人民幣) | - | - | - | - | - |
| 每股賬面價值(人民幣) | 1.12 | 1.23 | 1.23 | 1.29 | 1.38 |

來源：公司、招銀國際預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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 | : 招銀國際并未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。