

協鑫新能源 (451 HK)

業務發展高速飛馳

❖ **上半年淨利潤增長 187.9%。**協鑫新能源上半年交付了靚麗的運營和財務業績。截止上半年，光伏裝機容量已達 5,079 兆瓦，其中并網裝機達 4,173 兆瓦。根據數據，我們估計公司上半年實現新增裝機 1,593 兆瓦，并實現了 1,065 兆瓦裝機容量并網發電。光伏發電量自 16 年上半年 1,169 吉瓦時同比增長 103% 至 17 年上半年 2,368 吉瓦時，同時也帶動收入同比增長 95% 自人民幣 9.3 億至人民幣 18.1 億。非運營費用維持良好控制，其中管理費用同比下降 23.1%，并且財務成本增速低於收入增長。公司上半年錄得淨利潤人民幣 4.8 億，同比上漲 187.9%。

❖ **業務發展駛入快車道。**上半年約 1.6 吉瓦的新增裝機明顯高於我們預期（全年 1.8 吉瓦），在高裝機增長態勢下，公司項目開發成本實現為 6.3 元/瓦，依然控制在目標範圍內，展示了公司在項目開發及建設方面卓越的執行能力。基于能源局及發改委給予 2017-2020 年每年地面電站新增指標 21-22 吉瓦指引，管理層對於實現年均新增 1.5-2 吉瓦（含分布式）新增裝機節奏抱有信心。項目儲備方面，17 年上半年仍有 510 兆瓦項目處於建設當中，我們據此將 2017 全年裝機上調至 2 吉瓦，并預料 2018/19 年度 1.8 吉瓦新增預估可以實現。

❖ **財務管理保障穩健發展。**快速發展所帶來的債務規模迅速擴大和淨負債率激增仍然是市場關注的焦點。我們認為管理層已經采取措施確保公司業務發展的穩健性，其中包括：1) 通過融資租賃調整債務結構轉向長期債務融資，并對融資租賃管設置靈活的提前贖回條款；2) 繼續尋求與財務機構在項目層面進行股權合作，實現 1-1.5 吉瓦項目出表。根據公司披露，我們估算公司通過融資租賃獲得人民幣 45 億元長期（8-10 年）融資，并簽署了 200MW BTO 和 130MW 合資企業資產光明進度協議。管理層計劃在 2017 年將淨負債率從 315% 下調至 200%。

❖ **維持買入，目標價 0.60 港元。**基于公司實現了更高的新增裝機，我們將 2017/18/19 年電力銷售分別調高 8.0/8.7/5.5% 自 4,728/6,749/8,929 吉瓦時至 5,105/7,334/9,423 吉瓦時。我們也隨之對公司的 2017-19 年淨利預測分別提升 22.4/16.2/7.2% 自人民幣 8.5/12.6/16.7 億至人民幣 10.4/14.6/17.8 億元。基于我們的測算，目前協鑫新能源股價對應 2017 年預測市盈率 6.7 倍，我們認為顯著低於公司的增長潛力。維持買入評級，目標價維持每股 0.60 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	688	2,246	4,100	5,691	7,083
淨利潤 (百萬人民幣)	(15)	129	1,044	1,462	1,788
EPS (人民幣, 分)	(0.11)	0.70	5.47	7.66	9.38
EPS 變動 (%)	N/A	N/A	681	40	22
市盈率 (x)	N/A	52.2	6.7	4.8	3.9
市帳率 (x)	2.1	2.5	1.8	1.3	1.0
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(0.6)	4.8	27.3	27.7	25.3
淨財務杠杆率 (%)	480.5	411.3	552.7	584.6	536.8

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$0.60
(此前目標價)	HK\$0.60)
潛在升幅	+41.2%
當前股價	HK\$0.425

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)	8,202
3 月平均流通量(百萬港元)	6.53
52 周內股價高/低(港元)	0.52/0.34
總股本(百萬)	19,074

資料來源：彭博

股東結構

保利協鑫	62.3%
------	-------

：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	18.1%	14.8%
3-月	21.4%	11.6%
6-月	6.3%	-10.1%

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.gclnewenergy.com

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	688	2,246	4,100	5,691	7,083
太陽能業務	688	2,246	4,100	5,691	7,083
銷售成本	(192)	(676)	(1,163)	(1,730)	(2,194)
毛利	496	1,571	2,936	3,961	4,889
行政費用	(283)	(371)	(410)	(569)	(708)
其他收益及費用	145	182	111	132	151
息稅前收益	359	1,382	2,637	3,524	4,331
融資成本淨額	(314)	(940)	(1,388)	(1,852)	(2,274)
合資及聯營企業	9	1	9	10	10
其它	29	(175)	(53)	(30)	-
特殊項目	(91)	(169)	-	-	-
稅前利潤	(8)	99	1,205	1,652	2,067
所得稅	(6)	42	(25)	(53)	(142)
少數股東權益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
淨利潤	(15)	129	1,044	1,462	1,788
核心淨利潤	76	299	1,044	1,462	1,788

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	16,947	30,739	42,456	52,222	59,956
物業、廠房及設備	14,194	26,755	39,165	48,944	57,524
預付租金	52	109	97	85	73
合資企業投資	68	42	51	60	69
預付款	2,355	3,372	2,862	2,852	2,009
其它非流動資產	278	460	281	281	281
流動資產	6,556	10,739	9,280	9,739	11,712
現金及現金等價物	1,965	3,826	2,068	1,501	3,822
應收賬款	3,151	3,386	5,854	6,881	6,532
存貨	167	-	-	-	-
關聯款項	56	20	56	56	56
其它流動資產	1,217	3,506	1,302	1,302	1,302
流動負債	12,858	18,017	17,751	18,694	19,774
應付賬款	7,100	11,394	10,918	9,908	9,279
關聯欠款	180	83	150	150	150
關聯借款	646	676	676	676	676
借貸	4,875	4,948	5,946	7,900	9,608
其他流動負債	58	916	60	60	60
非流動負債	8,202	17,041	26,516	34,332	41,165
借貸	8,173	17,012	26,489	34,305	41,138
遞延收入	7	-	7	7	7
遞延稅項	22	29	20	20	20
少數股東權益	1	1,847	1,852	1,858	1,863
永續債	-	1,800	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,441	4,573	5,617	7,079	8,867
股東權益	2,441	4,573	5,617	7,079	8,867

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	363	1,408	2,637	3,524	4,331
折舊和攤銷	384	562	1,013	1,475	1,861
運營資金變動	1,498	4,225	(2,943)	(2,038)	(280)
稅務開支	(21)	42	(39)	(25)	(53)
其它	(2,188)	(5,787)	699	(1,855)	(1,924)
經營活動所得現金淨額	35	450	1,367	1,082	3,935
資本開支	(9,366)	(13,900)	(13,419)	(11,229)	(10,416)
聯營公司	(26)	25	(9)	(9)	(9)
其它	211	4,160	2,000	2,130	1,330
投資活動所得現金淨額	(9,181)	(9,714)	(11,428)	(9,108)	(9,095)
股份及永續債發行	-	3,764	-	-	-
淨借貸	11,095	8,942	10,476	9,770	8,541
股息	-	-	-	-	-
其它	(616)	(1,551)	(2,200)	(2,310)	(1,060)
融資活動所得現金淨額	10,479	11,155	8,276	7,460	7,481
現金增加淨額	1,334	1,890	(1,785)	(567)	2,321
年初現金及現金等價物	598	1,965	3,853	2,068	1,501
匯兌	33	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,965	3,853	2,068	1,501	3,822
受限制現金	952	2,255	1,130	1,130	1,130
隨資產出售現金	-	(27)	-	-	-
資產負債表現金	2,917	6,082	3,198	2,631	4,952

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	72.1	69.9	71.6	69.6	69.0
稅前利率	(1.2)	4.4	29.4	29.0	29.2
淨利潤率	(2.1)	5.8	25.5	25.7	25.2
有效稅率	(73.8)	(42.8)	2.1	3.2	6.9

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
平均營收周轉天數	232.7	246.6	376.4	383.3	336.0
平均存貨周轉天數	28.2	8.0	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	560.8	352.6	443.3	479.9	479.2
淨負債/股東權益比率 (%)	480.5	411.3	552.7	584.6	536.8

回報率 (%)

股本回報率	(0.6)	2.8	18.6	20.7	20.2
資產回報率	(0.1)	0.3	2.0	2.4	2.5

每股數據

每股盈利 (人民幣 分)	(0.1)	0.7	5.5	7.7	9.4
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.18	0.15	0.20	0.28	0.37

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于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責任。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。接收本報告之行爲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。