

協鑫新能源 (451 HK)

新一輪融資支持未來增長

❖ **與太平達成 80 億港元合作。**協鑫新能源宣佈與太平金控(太平)達成總額達 80 億港元的股權合作協定。根據管理層透露，與太平合作將分為兩期：1) 太平將以公告前 10 個交易均價折讓 10% 價格認購協鑫新能源股份新股，認購數量不超過公司擴大後總股本的 30%；2) 餘下的部分將以可轉債投資方式進行，具體的時間和條款有待公司方面進一步披露。管理層預期第一期新股配售將於 2018 年初完成，並且有關的款項將來自太平的海外平臺。基於太平將持有公司擴大後總股本的 30% 進行測算，我們預期配售新股數量約為 81 億股，募集資金將超過 42 億港元（每股 0.5274 港元）。配售進行後，保利協鑫（3800 HK）對協鑫新能源持股將從 62.3% 稀釋至 43.6%。

❖ **持續推進輕資產發展策略。**儘管實現了較大金額的股權融資，管理層仍然計畫維持推進資產出表的有關安排。在太平協議宣佈後，公司隨即宣佈訂立總金額為 10 億人民幣的合夥協議，以劣後級有限合夥人身份出資人民幣 1.5 億元。其它合夥人包括國元證券（000728 CH，優先順序，出資 7.0 億人民幣），北控清潔能源（1250 HK，劣後級，出資 1.5 億元人民幣）。我們預期該合夥人計畫最多將能夠承載 625 兆瓦的光伏電站資產，並且該計畫將給予協鑫新能源在實現資產出表的過程種有更多的靈活性。

❖ **子公司層面引入戰略投資。**在連日多項融資公佈後，公司進一步宣佈作價 15 億人民幣出售全資子公司蘇州協鑫新能源 7.18% 股權予蘇民睿能，一家私募基金。協鑫集團持有私募基金 11.63% 股權，並且蘇州協鑫新能源持有目前公司所有在運以及開發中的光伏電站專案。基於初步的交易資訊，此次交易對蘇州協鑫新能源估值為人民幣 208.9 億元，明顯高出目前上市公司估值。我們判斷這是由於蘇州公司上層公司持有協鑫新能源部分債務。我們預期這筆交易將有一定溢價，並因少數股東權益分派，將對公司的公眾股東收益帶來超過 7.2% 淨利影響。

❖ **提升目標價至 0.84 港元。**基於我們對近期公告影響的分析和判斷，我們預期新增股本資金以及後續的融資計畫不僅能夠增強公司的資產負債表以實現進一步項目擴張，還能夠顯著降低公司目前的融資成本。我們將公司 2017/18/19 年的淨利預測分別調整 1.7/-4.5/-2.8% 至人民幣 10.6/14.3/17.4 億元。儘管股權融資及少數股東權益分配增加使淨利和每股盈利帶來影響，我們認為未來淨利潤增速將抵消並超越這些影響。我們的 DCF 模型預測每股目標價 0.84 港元，對應 2018 年預測市盈率 13.8 倍，**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	688	2,246	4,123	5,777	7,171
淨利潤(百萬人民幣)	(15)	129	1,062	1,403	1,738
EPS(人民幣, 分)	(0.11)	0.70	5.57	5.15	6.38
EPS 變動 (%)	N/A	N/A	695	(8)	24
市盈率(x)	N/A	75.2	9.5	10.2	8.3
市帳率(x)	3.0	2.2	1.6	1.2	1.1
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(0.6)	2.9	17.1	11.8	12.7
淨財務杠杆率 (%)	480	295	372	264	274

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$0.84
(此前目標價)	HK\$0.60
潛在升幅	+21.4%
當前股價	HK\$0.69

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)	13,160
3 月平均流通量(百萬港元)	25.2
52 周內股價高/低(港元)	0.69/0.33
總股本(百萬)	19,074

資料來源：彭博

股東結構

保利協鑫	62.3%
------	-------

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.7%	6.3%
3-月	45.9%	33.8%
6-月	74.6%	48.0%

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

❖ 影響分析：補足彈藥以展宏圖。我們對公司近期密集的交易及融資公告作以下分析：

- 1 我們認為太平金控對公司的第一期股權認購將會是保險資金第一次大規模投資光伏下游，將使市場對於下游光伏電站運營商的行業前景及資訊明顯增強；
- 2 我們預期太平入股將改善協鑫新能源的公司治理結構；
- 3 協鑫新能源已構築了多層次的融資管道：1) 項目層面通過銀行貸款和融資租賃，2) 多種基金方式實現輕資產運營，3) 子公司層面的股權合作，4) 上市公司層面的股權合作，以及 5) 通過境內及海外平臺實現債務融資；
- 4 在蘇民睿能對蘇州協鑫新能源入股後，我們測算 2017 年負債率率將被良好控制，淨債務對總權益比將從 2017 年中的 315% 輕微上升至年末的 332%。對 2018 及 2019 年，在太平入股實現後，我們測算淨負債對總權益比將進一步分別改善至 244% 及 253%，即便公司保持每年 2 吉瓦的新增裝機速度。
- 5 2018/19 年歸屬股東淨利潤將較我們此前的預期分別調低 4.1% 及 2.8%，基於蘇民睿能入股後，我們預期少數股東權益分派增加將產生 8% 的淨利潤影響。受增發帶來的股權稀釋效應，我們預期每股盈利受到影響較大。我們將 2018/19 年每股盈利預測分別下調 32.8% 及 31.9%。
- 6 我們認為協鑫新能源目前有非常豐沛的資金支援以實現未來極具雄心的擴張計畫。我們將 2018/19 年的裝機規模自 1.8 吉瓦擴張至 2 吉瓦。

圖 1：對太平的第一期股權合作資訊匯總及測算

股東	交易前 持股		配股數量* 數量(百萬)	價格 港元/每股	交易后 持股	
	數量(百萬)	%			數量(百萬)	%
保利協鑫	11,879	62.28%			11,879	43.6%
太平	-	-	8,174	0.5274	8,174	30.0%
其它公眾股東	7,195	37.72%			7,195	26.4%
合計/融資金額	19,074	100%	港元4311.2百萬		27,248	100%

資料來源：公司公告，招銀國際預測

圖 2：公司 2017 年以來融資租賃資訊匯總及測算

項目名稱	融資租賃融資金額 (人民幣, 百萬)	租賃年期	支付頻率	利率	宣布日期
汾西	500	10	季度	7.50%	2017/11/21
美國	94 百萬美元	14	季度	n/a	2017/11/16
華容協鑫	555	8	季度	6.60%	2017/10/23
徐州鑫輝	106	8	季度	7.21%	2017/7/27
神木平元； 神木平西； 靖邊	825	10	半年度	6.75%	2017/7/21
阜寧	98	10	半年度	6.88%	2017/6/30
灌云	62	10	半年度	6.88%	2017/6/30
涟水	84	8	季度	6.69%	2017/6/30
榆林	480	10	季度	7.19%	2017/6/21
海丰III	207	9.5	季度	7.87%	2017/5/27
遂溪	200	8	季度	6.92%	2017/5/19
林州II	70	12	季度	4.73%	2017/5/19
林州I	220	12	季度	4.33%	2017/4/26
鎮江鑫利	80	8	季度	6.83%	2017/2/17
汝州	439	8	季度	6.64%	2017/1/19
合計	4,544				

資料來源：招銀國際根據公司資料匯總及測算

注：區別於公司公佈的融資租賃利率，我們測算的融資租賃利率測算已納入管理費用在內

圖 3：淨利預測調整

	原預測			更新后預測			變化(%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019			
新增裝機(兆瓦)	2,000	1,800	1,800	2,100	2,000	2,000	5.0%	11.1%	11.1%
發電量(吉瓦時)	5,106	7,334	9,423	5,147	7,456	9,549	0.8%	1.7%	1.3%
銷售收入(百萬元人民幣)	4,100	5,691	7,083	4,123	5,777	7,171	0.6%	1.5%	1.2%
淨利潤(百萬元人民幣)	1,044	1,462	1,788	1,062	1,403	1,738	1.7%	-4.1%	-2.8%
每股淨利潤(人民幣)	0.05	0.08	0.09	0.06	0.05	0.06	1.7%	-32.8%	-31.9%

資料來源：招銀國際預測

圖 4：我們對協鑫新能源的 DCF 估值

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
并網容量(兆瓦)	6,936	8,736	10,536	11,589	12,748	14,023	15,425	16,968	18,664	20,531	22,584	24,842	27,326
裝機增長(%)	32%	26%	21%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
當年新增并網裝機(兆瓦)	1,665	1,800	1,800	1,054	1,159	1,275	1,402	1,543	1,697	1,866	2,053	2,258	2,484
收入(百萬元人民幣)	5,777	7,171	8,736	9,515	10,186	10,910	11,690	12,531	13,438	14,415	15,469	16,605	17,829
收入增長	40%	24%	22%	9%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
息稅前利潤(百萬元人民幣)	3,575	4,382	5,269	5,899	6,315	6,764	7,248	7,769	8,331	8,937	9,591	10,295	11,054
息稅前利潤率	62%	61%	60%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
稅率	2%	5%	7%	9%	11%	14%	16%	17%	18%	18%	18%	18%	18%
折現(百萬元人民幣)	1,498	1,885	2,341	2,664	2,852	3,055	3,273	3,509	3,763	4,036	4,331	4,649	4,992
資本開支(百萬元人民幣)	(11,251)	(10,438)	(9,707)	(5,468)	(5,781)	(6,111)	(6,460)	(6,828)	(7,218)	(7,630)	(8,066)	(8,527)	(9,014)
每瓦資本開支	6.09	5.65	5.36	5.15	4.95	4.76	4.57	4.40	4.22	4.06	3.90	3.75	3.60
新增運營資本	(2,474)	495	(1,403)	(325)	(280)	(302)	(325)	(350)	(378)	(407)	(439)	(473)	(510)
自由現金流	(8,730)	(3,879)	(3,872)	2,261	2,430	2,454	2,583	2,776	3,008	3,319	3,682	4,082	4,522
折現年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
折現系數	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.68	0.64	0.60	0.56	0.52	0.49	0.46	0.43
折現自由現金流	(8,184)	(3,409)	(3,190)	1,746	1,759	1,666	1,643	1,656	1,682	1,740	1,809	1,880	1,953

終值	126,855
永續增長率	3.0%
終值企業價值/息稅折現前利潤(EV/EBITDA)	7.91

估值(百萬元人民幣)	加權平均資本成本
終值	126,855
永續增長率	3.0%
終值企業價值/息稅折現前利潤	7.91
折現自由現金流合計	2,751
折現終值	54,784
公司價值	57,535
折現自由現金流百分比(%)	5%
折現終值百分比(%)	95%
加：現金	8,104
減：有息負債	(43,150)
非控股權益	(1,291)
永續中期票據	(1,800)
股權價值 - (百萬元人民幣)	19,398
股票公允價值(人民幣)	0.71
股票公允價值(港元)	0.84

資料來源：招銀國際預測

圖 5：我們的目標價對應 2018 年預測市盈率 13.8 倍

估值參考	2017E	2018E	2019E
每股盈利(人民幣)	0.056	0.051	0.064
對應市盈率	12.79	13.83	11.16
每股淨資產(人民幣)	0.33	0.44	0.50
對應市淨率	2.57	1.91	1.67

資料來源：招銀國際預測

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	4,123	5,777	7,171
太陽能業務	688	2,246	4,123	5,777	7,171
銷售成本	(192)	(676)	(1,169)	(1,757)	(2,223)
毛利	496	1,571	2,954	4,019	4,948
行政費用	(283)	(371)	(412)	(578)	(717)
其他收益及費用	145	182	111	133	152
息稅前收益	359	1,382	2,653	3,575	4,382
融資成本淨額	(314)	(940)	(1,395)	(1,853)	(2,264)
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	1,214	1,701	2,129
所得稅	(6)	42	(17)	(37)	(99)
少數股東權益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
淨利潤	(15)	129	1,060	1,528	1,893
核心淨利潤	76	299	1,060	1,528	1,893

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	43,123	52,873	60,583
物業、廠房及設備	14,194	26,755	39,829	49,586	58,142
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	2,864	2,860	2,017
其它非流動資產	278	460	281	281	281
流動資產	6,556	10,739	9,300	13,750	15,948
現金及現金等價物	1,965	3,826	2,074	5,460	7,842
應收賬款	3,151	3,386	5,868	6,932	6,748
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	18,207	18,748	19,924
應付帳款	7,100	11,394	11,321	9,908	9,376
關聯欠款	180	83	150	150	150
關聯借款	646	676	676	676	676
借貸	4,875	4,948	6,000	7,954	9,662
其他流動負債	58	916	60	60	60
非流動負債	8,202	17,041	26,731	34,546	41,380
借貸	8,173	17,012	26,704	34,520	41,353
遞延收入	7	-	7	7	7
遞延稅項	22	29	20	20	20
少數股東權益	1	47	52	58	63
永續債	-	1,800	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,441	6,373	7,433	13,271	15,164
股東權益	2,441	6,373	7,433	13,271	15,164

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	(8)	99	1,214	1,701	2,129
折舊和攤銷	384	724	1,019	1,498	1,885
運營資金變動	(521)	1,905	(920)	(2,474)	495
稅務開支	12	(69)	95	(37)	(99)
其它	169	(2,208)	96	-	-
經營活動所得現金淨額	35	450	1,503	689	4,410
資本開支	(9,379)	(13,538)	(13,869)	(11,251)	(10,438)
其它	198	3,824	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,181)	(9,714)	(13,869)	(11,251)	(10,438)
股份及永續債發行	167	3,802	(0)	4,311	0
淨借貸	11,094	8,958	10,744	9,770	8,541
股息	-	(5)	(131)	(131)	(131)
其它	(782)	(1,574)	(27)	-	-
融資活動所得現金淨額	(782)	(1,574)	(27)	-	-
現金增加淨額	1,334	1,890	(1,779)	3,387	2,382
年初現金及現金等價物	598	1,965	3,853	2,074	5,460
匯兌變化	33	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,965	3,853	2,074	5,460	7,842
隨資產出售現金	-	27	-	-	-
資產負債表現金	1,965	3,826	2,074	5,460	7,842

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	29.4	29.7
淨利潤率	(2.1)	5.8	25.7	26.4	26.4
有效稅率	(73.8)	(42.8)	1.4	2.2	4.7

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4
平均營收周轉天數	232.7	246.6	375.0	380.0	335.0
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	446.0	323.7	339.5
淨負債/股東權益比率(%)	480.5	295.1	421.2	284.0	289.2

回報率(%)

股本回報率	(0.6)	2.0	14.3	11.5	12.5
資產回報率	(0.1)	0.3	2.0	2.3	2.5

每股數據

每股盈利（人民幣，分）	(0.1)	0.7	5.6	5.6	6.9
每股股息（人民幣）	-	-	-	-	-
每股淨值（人民幣）	0.18	0.24	0.30	0.60	0.70

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道三號冠君大廈 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，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士。