

### 保利協鑫 (3800 HK, HK\$1.10, 目標價: HK\$1.72, 買入) — 領先成本曲線

- ❖ **下游裝機火熱推動上游銷售恢復增長。** 光伏上游市場受到了全球光伏裝機量穩步提升, 上游行業產能謹慎擴張, 以及行業高進入門檻這三大因素的支持, 使得保利協鑫多晶硅及矽片連續兩年滿產滿銷。我們將此作為光伏上游市場重獲增長趨勢的信號。我們預期保利協鑫在光伏上游的成本領先的領導地位, 將助其在火熱的光伏下游市場進一步增加領先優勢。
- ❖ **進一步縮減生產成本將提升利潤。** 我們認為保利協鑫將有能力通過流化床反應器以及更高的生產效率實現更低的光伏材料生產成本, 這將有助於保利協鑫提升光伏材料業務利潤。多晶硅和矽片將有潛力在 2016 及 2017 年分別實現將進一步平均成本縮減 7.2% 及 8.2%, 成本縮減將快於我們預期的年度平均售價下降步伐。我們預期這將顯著提升光伏材料業務毛利, 使毛利率從 2015 年的 19.2% 提升至 2016 及 2017 年的 22.2% 以及 24.2%。
- ❖ **協鑫新能源(451 HK)將成為新的增長引擎。** 保利協鑫及協鑫新能源宣佈供股以募資發展太陽能電站, 市場似乎對此有所顧慮。我們認為協鑫系的供股有合理據支持, 首先, 保利協鑫作為上游企業對於光伏能源的競爭力具有高洞察力。其次太陽能光伏項目運營, 對於保利協鑫整合光伏價值鏈具有協同效應。更重要的是光伏項目的投資及運營具有更高的利潤率。有鑑於此, 我們預期協鑫新能源將在 2016 年開始貢獻盈利, 並成為新的盈利增長引擎。
- ❖ **資產出售有助重塑債務結構。** 保利協鑫年內完成了非光伏發電資產出售。我們預期資產出售可將短期負債比例將從 2014 年的 57.2% 降低至 2015 年的 42.8%。淨財務槓桿率受下游負債增長料從 2014 年 145% 略有上升至 2015 年的 169%, 並預期在 2016 及 2017 年降低至 165% 及 150%。短債規模的縮小及槓桿率的控制將使保利協鑫財務狀況獲得改善, 從而支持未來更多項目的發展, 尤其是資本密集型的新能源下游項目。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。** 基於分類加總估值法, 我們估測保利協鑫擴股後合理股價應為 1.72 港元, 相當於 2016 年每股預測盈利 0.167 港元的 10.3 倍, 以及 2016 年預測每股淨資產 1.44 港元的 1.2 倍。我們的目標價是 1.72 港元, 意味相對現價存在 56% 的上漲空間。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (港幣百萬)	25,530	37,225	37,378	30,441	32,249
淨利潤 (港幣百萬)	(664)	1,955	3,175	3,065	4,566
每股收益 (港幣百萬)	(0.04)	0.13	0.20	0.16	0.25
每股收益變動 (%)	N/A	N/A	62	(20)	49
市盈率(x)	N/A	8.9	5.5	6.8	4.6
市帳率(x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	-	-	7.7	-	-
權益收益率 (%)	N/A	11	16	11	15
淨財務槓桿率 (%)	164%	145%	169%	165%	150%

來源: 公司, 招銀國際預測

#### 保利協鑫 (686HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.12
目標價	HK\$1.72
市值 (港幣百萬)	20,818
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	124.8
52 周高/低 (港幣)	2.47/1.06
發行股數 (百萬)	15,621
主要股東	朱共山(32.4%)

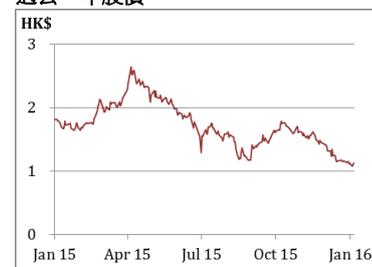
來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-16.6%	-9.2%
3 月	-36.6%	-27.8%
6 月	-33.6%	-15.3%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>25,530</b>	<b>37,225</b>	<b>37,378</b>	<b>30,441</b>	<b>32,249</b>
光伏材料	18,121	25,455	25,434	25,975	26,143
電力業務	6,579	10,057	8,964	-	-
太陽能電站業務	830	688	682	677	671
新能源業務	-	1,024	2,298	3,789	5,434
銷售成本	(22,490)	(29,574)	(29,531)	(21,586)	(21,026)
<b>毛利</b>	<b>3,040</b>	<b>7,651</b>	<b>7,847</b>	<b>8,854</b>	<b>11,223</b>
銷售費用	(42)	(92)	(90)	(73)	(77)
行政費用	(1,786)	(2,493)	(2,616)	(2,100)	(2,096)
其它收益	507	715	501	787	915
<b>息稅前收益</b>	<b>1,719</b>	<b>5,781</b>	<b>5,642</b>	<b>7,468</b>	<b>9,964</b>
融資成本	(2,416)	(3,034)	(2,949)	(3,207)	(3,359)
合資企業	21	41	40	40	40
聯營公司	(5)	7	7	7	7
特殊收入	424	-	1,645	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>(256)</b>	<b>2,795</b>	<b>4,385</b>	<b>4,308</b>	<b>6,653</b>
所得稅	(190)	(639)	(1,009)	(991)	(1,530)
非控制股東權益	(218)	(200)	(201)	(252)	(557)
<b>淨利潤</b>	<b>(664)</b>	<b>1,955</b>	<b>3,175</b>	<b>3,065</b>	<b>4,566</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>(983)</b>	<b>1,955</b>	<b>1,909</b>	<b>3,065</b>	<b>4,566</b>

來源：公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>48,585</b>	<b>55,685</b>	<b>58,124</b>	<b>73,736</b>	<b>80,398</b>
物業、廠房及設備	43,995	50,612	52,698	67,247	74,005
預付租金	1,811	1,773	1,807	1,807	1,807
無形資產	853	806	763	739	715
預付款	674	1,461	1,819	2,938	2,867
其它	1,252	1,032	1,036	1,004	1,004
<b>流動資產</b>	<b>28,057</b>	<b>34,319</b>	<b>37,495</b>	<b>40,595</b>	<b>42,916</b>
現金及現金等價物	14,249	17,338	18,176	19,738	20,701
應收貿易款項	11,057	13,658	14,927	16,270	17,325
存貨	1,657	2,696	2,664	2,864	3,174
關聯款項	119	125	1,200	1,200	1,200
其它	975	502	528	523	518
<b>流動負債</b>	<b>42,045</b>	<b>48,072</b>	<b>40,377</b>	<b>43,811</b>	<b>43,980</b>
應付貿易賬款	13,737	20,833	15,628	15,829	15,802
客戶預收款	955	973	890	909	915
借債	26,331	25,162	22,307	25,521	25,712
關聯款項	735	735	1,168	1,168	1,168
其它	286	370	384	384	384
<b>非流動負債</b>	<b>16,593</b>	<b>20,569</b>	<b>31,838</b>	<b>40,328</b>	<b>44,020</b>
客戶預收款	1,093	647	636	649	654
借債	14,460	18,794	29,997	38,473	42,161
遞延收入	621	604	605	605	605
遞延稅項	418	524	600	600	600
<b>少數股東權益</b>	<b>1,859</b>	<b>2,958</b>	<b>3,159</b>	<b>3,411</b>	<b>3,968</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>16,146</b>	<b>18,406</b>	<b>20,246</b>	<b>26,781</b>	<b>31,347</b>
<b>股東權益</b>	<b>16,146</b>	<b>18,406</b>	<b>20,246</b>	<b>26,781</b>	<b>31,347</b>

來源：公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>息稅前收益</b>	<b>1,719</b>	<b>5,781</b>	<b>5,642</b>	<b>7,468</b>	<b>9,964</b>
折舊和攤銷	3,330	3,675	4,130	4,011	4,923
運營資金變動	2,825	3,445	(6,442)	(1,341)	(1,391)
稅務開支	(286)	(533)	(933)	(991)	(1,530)
其它	920	(3,328)	1,392	(1,100)	(100)
<b>經營活動所得淨現金流</b>	<b>8,507</b>	<b>9,041</b>	<b>3,788</b>	<b>8,048</b>	<b>11,866</b>
購置固定資產	(3,480)	(6,400)	(11,370)	(18,366)	(11,466)
聯營公司	-	(53)	-	-	-
其它	(3,188)	(2,996)	3,840	(1,000)	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(6,668)</b>	<b>(9,449)</b>	<b>(7,530)</b>	<b>(19,366)</b>	<b>(11,466)</b>
股份發行	6	9	6	3,470	-
淨借貸	3,880	3,164	8,461	11,706	3,880
股息	-	-	(1,335)	-	-
其它	(4,214)	(3,401)	(1,942)	(3,924)	(3,413)
<b>融資活動所得現金淨值</b>	<b>(329)</b>	<b>(228)</b>	<b>5,190</b>	<b>11,252</b>	<b>467</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,510</b>	<b>(636)</b>	<b>1,448</b>	<b>(66)</b>	<b>867</b>
年初現金及現金等價物	4,496	6,169	5,529	6,877	6,811
匯兌	163	(4)	(100)	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>6,169</b>	<b>5,529</b>	<b>6,877</b>	<b>6,811</b>	<b>7,677</b>
受限制現金	8,080	11,809	11,299	12,927	13,024
<b>資產負債表現金</b>	<b>14,249</b>	<b>17,338</b>	<b>18,176</b>	<b>19,738</b>	<b>20,701</b>

來源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售組合(%)</b>					
光伏材料業務	71	68	68	85	81
發電業務	26	27	24	-	-
太陽能電站業務	3	2	2	2	2
新能源業務	-	3	6	12	17
<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	11.9	20.6	21.0	29.1	34.8
稅前利率	(1.0)	7.5	11.7	14.2	20.6
淨利潤率	(2.6)	5.3	8.5	10.1	14.2
核心淨利潤率	(3.8)	5.3	5.1	10.1	14.2
有效稅率	N/A	22.9	23.0	23.0	23.0

**增長(%)**

收入	14.2	45.8	0.4	(18.6)	5.9
毛利	73.8	151.7	2.6	12.8	26.8
息稅前利潤	N/A	236.2	(2.4)	32.4	33.4
淨利潤	N/A	N/A	62.4	(3.5)	48.9
核心淨利潤	N/A	N/A	(2.4)	60.6	48.9

**資產負債比率**

流動比率(x)	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
平均應收賬款周轉天數	141.1	121.2	139.6	187.0	190.1
平均應付賬款周轉天數	185.5	213.3	225.3	265.9	274.6
平均存貨周轉天數	31.7	26.9	33.1	46.7	52.4
淨負債/股東權益比率(%)	164.4	144.6	168.6	165.3	150.5

**回報率(%)**

資本回報率	(4.1)	10.6	15.7	11.4	14.6
資產回報率	(0.9)	2.2	3.3	2.7	3.7

**每股數據**

每股盈利(港幣)	(0.04)	0.13	0.20	0.16	0.25
每股股息(港幣)	-	-	0.09	-	-
每股賬面價值(港幣)	1.04	1.19	1.31	1.44	1.69

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。