

保利協鑫 (3800 HK)

新疆反向路演調研紀要

❖ **概要:** 我們參觀了保利協鑫新疆多晶矽廠房。隨著新疆多晶矽廠投產，我們認為公司正逐步扭轉目前市場需求受到抑制以及銷售價格壓力等諸多不利局面。行程中我們發現了新疆廠房幾大亮點：1) 新疆多晶矽產能釋放進展順利，并且初始產出質量已達高純多晶矽標準；2) 管理層預期一期年產 5 萬噸產能于 2019 年 2 月末達產，同時計劃在 2019 年二季度增加餘下 1 萬噸產能；3) 達產後多晶矽生產全成本將控制在每公斤 50 元人民幣以下；以及 4) 公司已與下游需求方簽訂長期供應協議，顯示市場對於高品質矽料需求旺盛。

❖ **新產能將增加公司競爭力，但老產能仍面臨壓力。** 光伏材料價格在“5.31”新政導致需求冷卻以致產品價格暴跌後始現穩定。根據 PVinsights 價格截止至 11 月 19 日數據，多晶矽料和多晶矽片價格分別為 9.75 美元/公斤及 0.275 美元/片。處於這樣的價格之下，我們測算公司僅能從目前徐州多晶矽工程及切片產能中賺取微薄毛利。基于目前價格仍然高于公司的現金生產成本，管理層維持全年 6 萬噸多晶矽及約 25 吉瓦矽片的產量目標。我們預期公司的光伏材料業務仍將面臨壓力，直到新疆產能獲得完全釋放。我們同時認為公司的老多晶矽和矽片產能仍將需要額外的成本縮減措施。

❖ **市場將進一步整合。** 對於目前公司所處的經營壓力，管理層并不過分擔心，并對目前成本效益領先市場的多晶矽新產能充滿信心。隨著時間推移，我們預期成本較高的多晶矽廠商將被擠出市場，最終中國將只剩下 4-5 家多晶矽生產企業。

❖ **中國光伏需求展望：2019-20 年每年約 45 吉瓦。** 根據公司與能源局溝通，管理層預計中國 2019-20 年光伏裝機規模區間在 80-90 吉瓦，其中 1) 兩年的扶貧項目合計 9-10 吉瓦，2) 每年約 10 吉瓦领跑者項目，以及 3) 預期分布式項目指標將有所放寬。除裝機規模以外，管理層預期第八批可再生能源補貼名錄將於 2019 年 1 月啟動申報。

❖ **維持持有評級。** 基于對多晶矽料和矽片的銷售居家預期調整，我們對公司 1) 2018 年盈利預測自人民幣 1.15 億下調至淨虧損 1.46 億，2) 2019/20 年盈利分別調整 2.5%/-21.0% 自人民幣 10.6/18.6 億至人民幣 10.1/13.1 億元。我們認為公司的光伏材料業務尚需時間去確認 2019 年能否實現扭虧。我們的部分估值加總目標價自每股 0.57 港元略微下調至每股 0.56 港元。我們對公司維持持有評級。

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	18,426	25,159	26,970
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	2,029	1,974	(146)	1,010	1,313
調整後 EPS (人民幣)	0.110	0.107	(0.008)	0.054	0.071
EPS 變動 (%)	(29)	(3)	(107)	(792)	30
市盈率 (x)	4.3	4.4	(60.3)	8.7	6.7
市帳率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	10	9	(1)	4	5
淨財務杠杆率 (%)	148	185	262	270	246

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (維持)

目標價	HK\$0.56
(此前目標價)	HK\$0.57
潛在升幅	+1.8%
當前股價	HK\$0.55

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)	10,081
3 月平均流通量(百萬港元)	37.40
52 周內股價高/低(港元)	1.48/0.46
總股本(百萬)	18,592

資料來源：彭博

股東結構

朱共山	34.3%
流通股	25% 65.7%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	20.4%	14.8%
3-月	3.7%	13.1%
6-月	-39.8%	-29.0%

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.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	18,426	25,159	26,970
光伏材料	19,270	19,355	12,167	18,170	20,024
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)	(13,491)	(17,589)	(18,635)
毛利	7,044	8,198	4,935	7,570	8,335
销售费用	(73)	(119)	(74)	(101)	(108)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(1,474)	(2,013)	(2,158)
其它收益	(165)	(465)	(142)	(307)	(292)
息税前收益	4,960	5,426	3,245	5,149	5,778
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,111)	(3,475)	(3,686)
合資企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	164	1,704	2,122
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(26)	(264)	(318)
减去：非控制股东权益	165	377	284	431	491
净利润	2,029	1,974	(146)	1,010	1,313

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	88,561	88,765	88,678
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	4,187	4,262	4,344
流动资产	27,112	31,111	20,872	24,460	32,292
现金及现金等价物	12,189	14,393	7,987	7,400	14,104
应收贸易款项	12,285	14,537	11,683	15,574	16,627
存货	966	991	774	1,057	1,133
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	36,002	35,561	38,592
应付贸易账款	17,860	19,592	13,051	11,109	12,653
客户预收款	518	612	382	563	619
借债	14,529	20,817	22,069	23,389	24,820
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	45,986	48,779	51,689
客户预收款	183	119	320	472	518
借债	28,399	35,614	45,096	47,737	50,601
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	27,445	28,885	30,689
净资产总值	2,573	4,532	4,817	5,247	5,738
股东权益	20,821	22,775	22,629	23,638	24,951

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,960	5,427	3,246	5,150	5,778
折旧和摊销	3,208	3,654	4,296	4,618	4,893
运营资金变动	2,428	(2,395)	3,655	(4,095)	(1,043)
税务开支	(537)	(638)	(26)	(264)	(318)
其它	(2,273)	2,907	(5,033)	(4,725)	1,159
经营活动所得净现金流	7,785	8,955	6,137	683	10,468
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(13,004)	(5,000)	(5,421)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	275	(3,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(18,775)	(16,654)	(6,760)	(5,948)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	10,444	4,000	4,337
股息	-	-	-	-	-
其它	410	(1,805)	(4,738)	(621)	-
融资活动所得现金净值	(1,232)	11,698	5,706	3,379	4,337
现金增加净额	(1,597)	1,878	(4,811)	(2,697)	8,857
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	5,862	3,165
汇兑	241	(190)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	5,862	3,165	12,022
受限制现金	3,231	3,720	3,752	3,742	3,723
资产负债表现金	12,216	14,393	9,614	6,907	15,745

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
销售组合(%)					
光伏材料业务	87.5	81.3	66.0	72.2	74.2
太阳能电站业务	2.3	2.1	2.7	2.0	1.8
新能源业务	10.2	16.6	31.3	25.8	23.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	26.8	30.1	30.9
税前利率	12.9	12.2	0.9	6.8	7.9
净利润率	9.2	8.3	(0.8)	4.0	4.9
核心净利润率	9.7	8.1	(0.8)	4.0	4.9
有效税率	18.9	21.9	16.0	15.5	15.0

资产负债比率

流动比率(X)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	259.7	197.7	217.9
平均应付账款周转天数	408.8	438.3	441.6	250.7	232.7
平均存货周转天数	28.7	22.9	23.9	19.0	21.4
	206.2	247.8	296.8	300.9	302.3
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	261.5	269.6	245.8

回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	(0.6)	4.3	5.3
资产回报率	2.3	1.8	(0.1)	0.9	1.1

每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	(0.01)	0.05	0.07
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.22	1.27	1.34

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。