

## 旭光新材料(67HK, HK\$1.73, 目标价 HK\$1.89, 持有) - 业绩低于预期, 费用控制堪忧

- ❖ **费用大幅增加导致盈利低于预期。**收购 PPS 业务使得旭光 2011 年各项财务指标同比大幅增长。期内录得收入 45.8 亿元(人民币, 下同), 净利润同比增长 71.9%至 12.5 亿元, 但由于期内股本增加, 每股收益下降 37.9%至 0.23 元。旭光盈利低于我们预期的 16.5 亿元, 主要是由于年内其他经营开支达到 6.9 亿元, 较我们预期的 3 亿元高 130%。2010 年该项支出仅为 1.4 亿元, 2011 年上半年并表 PPS 业务后也仅有 2 亿元, 下半年该项费用增加至 4.9 亿元, 大幅超出预期。扣除此项因素后, 盈利与预期相符。
- ❖ **毛利率降至 63.5%, 销售费用和财务费用均符合预期。**上半年毛利率为 65.1%, 下半年由于原材料成本和利息资本化额上升, 毛利率降至 61.9%, 全年毛利率为 63.5%。2011 年销售费用和财务费用分别为 1.6 亿元和 4.2 亿元, 占销售总额的比重分别为 3.5%和 9.3%, 符合预期。由于公司未详细披露其他经营开支的明细, 且该项开支金额较大, 我们认为公司的费用控制仍需改进。根据公司披露资讯我们了解到, 其他经营开支中, 土地使用权、采矿权和其他无形资产的摊销超过了 1.2 亿元。另外, 2011 年公司的应收款减值损失达到 8,094 万元, 值得注意。由于特种芒硝领域新竞争者的出现, 我们预计 2012 年毛利率仍将有所下滑, 价格战无法避免。
- ❖ **负债率上升, 应林收购案取消并非坏事。**由于 PPS 产能扩张导致资金需求较大。与中期相比, 贷款总额增长 45.9%至 25 亿元。有息负债占总资产的比重由年中的 21.8%升至 24.6%, 有息负债占有形净资产的比重由 73.2%升至 82.4%, 且年末手持现金较年中降低 17.6%至 26.3 亿元, 显示财务压力较重。考虑到芒硝行业发展前景和拟收购的应林公司本身盈利状况不佳, 以及旭光的财务压力上升, 我们认为收购案的取消对公司而言并非坏事。其实我们从一开始就不看好这项收购。
- ❖ **除去费用控制因素, 我们认为公司的基本面仍然稳健。**旭光明显受益于国家对新材料行业的相关规划和扶持。待 PPS 扩产完成后, 我们预计 2013 年将进入收获期。我们分别下调 2012/2013 年盈利 44.9%/42.2%至 10.6 亿元/15.5 亿元, 下调目标价至 1.89 港元, 分别对应 2012/2013 年 8.0/5.4 倍 PE, 下调评级至“持有”。

### 旭光 (67 HK)

|                   |              |
|-------------------|--------------|
| 评级                | 持有           |
| 收市价               | HK\$1.73     |
| 目标价               | HK\$1.89     |
| 市值 (港币百万)         | 9,678        |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 245.4        |
| 52 周高/低 (港币)      | 4.52/1.06    |
| 发行股数 (百万股)        | 5,549        |
| 主要股东              | 索朗多吉 (43.1%) |

来源: HKE, 彭博

### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -34.7% | -31.5% |
| 3 月 | -3.5%  | -13.4% |
| 6 月 | 13.0%  | -3.3%  |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A | FY10A | FY11A  | FY12E  | FY13E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 营业额 (人民币百万元)   | 1,344 | 1,961 | 4,567  | 4,708  | 6,261 |
| 净利润 (人民币百万元)   | 533   | 729   | 1,253  | 1,056  | 1,552 |
| 每股收益 (人民币元)    | 0.30  | 0.37  | 0.23   | 0.19   | 0.28  |
| 每股收益变动 (%)     | 7.8   | 22.7  | (37.9) | (18.7) | 46.9  |
| 市盈率(x)         | 5.0   | 3.9   | 6.0    | 7.3    | 5.0   |
| 市帐率(x)         | 1.5   | 1.1   | 0.6    | 0.5    | 0.5   |
| 股息率 (%)        | N/A   | 4.1   | 1.5    | 1.4    | 2.0   |
| 权益收益率 (%)      | 41.4  | 33.7  | 15.8   | 7.7    | 10.4  |
| 净财务杠杆率 (%)     | 58.4  | 35.2  | 15.5   | 18.4   | 11.6  |

来源: 公司及招银国际研究部

## 顺风光电 (1165 HK, 0.26 港元, 目标价 0.35 港元, 买入) - 利润率下降导致 11 财年业绩失望, 扩张计划审慎

❖ **毛利率下降影响净利增长。**顺风发布 2011 财年业绩, 营收同比上升超过两倍至 19.7 亿人民币。出货量增加和产能提升令营收激增, 惟电池平均价显著下降影响增长率。11 财年出货量达 351.7MW, 同比增长 389%。欧洲光伏需求偏弱引致太阳能电池平均售价下滑严重, 从 2010 财年的每瓦 8.7 人民币大降 35.7% 至每瓦 5.6 人民币。毛利率亦同比下降 10.2 个百分点至 10.7%。净利润达 0.57 亿人民币, 同比下降 28.9%。如果剔除 0.64 亿人民币非经常性设备减值, 调整后净利润可达 1.21 亿人民币, 同比增长 50.2%。

❖ **扩张计划审慎, 以保持流动性充沛。**顺风保持太阳能晶圆产能不变。太阳能电池和模组的产能将分别由 11 年底的 420MW 和 60MW 审慎提升至 12 年底的 540MW 和 180MW。为保持流动性, 资本支出将从 11 财年的 8 亿人民币大减至 12 年的 1.8 亿人民币。11 财年顺风保持机械利用率满产。因太阳能市场能见度仍低, 公司将保持 100% 机械利用率作为 12 财年的首要目标。11 财年年底, 顺风维持 5.05 亿人民币的现金总额 (包括底押和限制存款)。未使用的银行额度达 7.8 亿人民币。在 11 财年年底, 顺风的净负债比率为 70.4%, 低于中国太阳能公司的平均值。虽然 7.1 亿人民币债务被列为短期贷款, 但这信用额度过去每年都获银行续期, 管理层认为 2012 的贷款续期将不会有任何问题。

❖ **技术优势更为重要。**顺风于 2012 年将专注于技术进步和成本控制, 而非产能扩张。在 2011 财年顺风将其单晶电池平均转换率提升至 18.3%。管理层预期单晶电池转换率于 12 年三季度可以达到 19.0%。由于机械利用率达满产水准, 平均生产成本从 10 财年的每瓦 1.18 人民币减少至 11 财年的每瓦 1.01 人民币。

❖ **我们认为太阳能市场的整合还未结束, 拐点不会在 12 年下半年前出现。**在这波整合中, 只有财政稳健和有技术优势的企业能够生存。我们认同顺风专注于保持产能利用率满产、提升电池转换率、并保持充足流动性这几方面。我们用 8.0 倍 2012 财年市盈率和 0.6 倍市帐率估值。我们下调目标价从 0.61 港元至 0.35 港元, 这意味着 35.8% 的上升潜力。我们维持买入评级。

### 顺风光电 (1165 HK)

|                   |              |
|-------------------|--------------|
| 评级                | 买入           |
| 收市价               | HK\$0.26     |
| 目标价               | HK\$0.35     |
| 市值 (港币百万)         | 406          |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 0.8          |
| 52 周高/低 (港币)      | 1.11 / 0.255 |
| 发行股数 (百万股)        | 1,560        |
| 主要股东              | 汤国强 (29.7%)  |

来源: 彭博

### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -45.8% | -43.1% |
| 3 月 | -20.0% | -26.4% |
| 6 月 | -42.2% | -52.6% |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 (人民币百万元)   | 379   | 623   | 1,972 | 1,989 | 2,234 |
| 净利润 (人民币百万元)   | 53    | 80    | 57    | 56    | 84    |
| 每股收益 (人民币)     | 0.046 | 0.069 | 0.042 | 0.036 | 0.054 |
| 每股收益变动 (%)     | -3.4  | 50.4  | -38.6 | -15.5 | 50.4  |
| 市盈率 (x)        | 5.0   | 3.3   | 5.1   | 5.9   | 3.8   |
| 市帐率 (x)        | 1.3   | 0.8   | 0.4   | 0.4   | 0.3   |
| 股息率 (%)        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 权益收益率 (%)      | 29.8  | 30.8  | 11.2  | 7.6   | 10.4  |
| 净财务杠杆率 (%)     | 净现金   | 70.1  | 70.4  | 70.2  | 73.5  |

来源: 公司及招银国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%       |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。