

# 睿智投資

**协鑫新能源 (451 HK, HK\$0.335, 目标价: HK\$0.54, 买入) — 业绩扭亏为盈, 并且高净利增长可期**

- ❖ **聚焦于光伏下游的发展平台。**协鑫新能源是一家中国领先, 专注于太阳能发电的独立发电运营商。公司由保利协鑫(港股代号: 3800, 买入评级)控股持有 62.28%, 并作为协鑫集团旗下唯一的太阳能下游开发平台, 致力于探索和发展太阳能下游应用、光伏项目融资以及资产证券化。
- ❖ **装机容量快速增长并具备自主项目开发能力。**协鑫新能源拥有具备符合国家资质要求的电力设计院, 并在 2015 年内完成建立了 31 家城市及省级分公司, 使公司具备了从项目申请、设计、总承包到项目运营全过程的光伏项目开发能力。协鑫新能源于 2015 年实现了 970 兆瓦的装机容量扩张, 我们预期公司装机容量将保持快速增长势头, 并预测 2016 年新增地面电站级容量 1.6 吉瓦, 其中 60% 的新增项目属公司自主开发。
- ❖ **政策支持力度升级。**我们认为政府政策将仍然是支持光伏下游产业发展的主要驱动力。自 2016 年期, 随着密集性的政策出台, 我们认为政府对于可再生能源产业的政策支持有所升级。可再生能源发电全额保障性收购将会极大缓解市场对于协鑫新能源所面临限电问题的忧虑, 从而对公司形成强而有力的催化剂。此外, 更加规范化的市场环境将打击光伏项目路条交易, 这将有效降低光伏项目的开发成本。
- ❖ **业绩实现扭亏为盈, 预测 16 年净利润人民币 1.16 亿元。**随着 15 年新增装机实现并网发电, 我们预测公司营收将从 15 年的人民币 19.7 亿增长至 16 年的 30.32 亿, 实现强劲增长。我们同时预测 2016 年高毛利的太阳能业务收入占比将提高至 57.8%, 这将使公司的毛利率自 15 年 26.5% 扩张至 16 年 42.2%。我们认为合适的增长步伐将会是公司业务和财务表现的关键。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**我们通过三阶段贴现现金流估值法测算协鑫新能源的合理价值为人民币 87.49 亿元, 对应每股人民币 0.46 元。基于港元汇率 1 港元=人民币 0.85 元, 我们的对协鑫新能源的目标价为 0.54 港元, 对现价存在 59% 上涨空间, 首次覆盖给予买入评级。

## 协鑫新能源 (451 HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.34
目标价	HK\$0.54
市值(港币百万)	6,485
过去 3 月平均交易(港币百万)	2.22
52 周高/低(港币)	0.86/0.307
发行股数(百万)	19,074
主要股东	保利协鑫(62.3%)

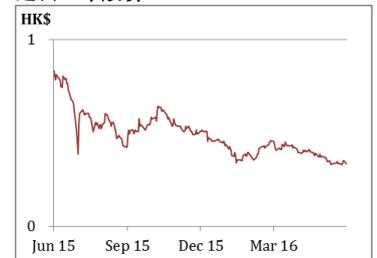
来源: 彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1 月	-16.6%	-9.2%
3 月	-36.6%	-27.8%
6 月	-33.6%	-15.3%

来源: 彭博

## 过去一年股价



来源: 彭博

## 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(人民币百万)	930	1,970	3,032	4,602	6,267
净利润(人民币百万)	(89)	(15)	116	626	1,217
每股收益(人民币分)	(0.71)	(0.11)	0.61	3.28	6.38
每股收益变动(%)	N/A	N/A	N/A	438	94
市盈率(x)	N/A	N/A	55.7	10.4	5.3
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率(%)	0	0	0	0	0
权益收益率(%)	(3.9)	(0.6)	2.6	12.2	19.1
淨财务杠杆率(%)	87.4	480.5	465.1	644.1	670.0

来源: 公司, 招银国际预测

注: \*并购后, 协鑫新能源在 2014 年将会计年结自 3 月 31 日改为 12 月 31 日, 14 财年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**利潤表**

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售收入</b>	<b>930</b>	<b>1,970</b>	<b>3,032</b>	<b>4,602</b>	<b>6,267</b>
太陽能業務	1	688	1,752	3,322	4,987
印刷電路板業務	930	1,282	1,280	1,280	1,280
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,752)	(2,359)	(2,938)
<b>毛利</b>	<b>75</b>	<b>523</b>	<b>1,280</b>	<b>2,244</b>	<b>3,329</b>
銷售費用	(13)	(17)	(18)	(18)	(19)
行政費用	(147)	(359)	(364)	(368)	(439)
其他收益及費用	(22)	217	(6)	(25)	20
<b>息稅前收益</b>	<b>(107)</b>	<b>363</b>	<b>892</b>	<b>1,832</b>	<b>2,892</b>
融資成本淨額	(15)	(336)	(745)	(1,176)	(1,599)
合資及聯營企業	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊項目	-	(42)	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>(77)</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>665</b>	<b>1,303</b>
所得稅	(12)	(39)	(39)	(39)	(87)
非控制股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>(15)</b>	<b>116</b>	<b>626</b>	<b>1,217</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>(89)</b>	<b>27</b>	<b>116</b>	<b>626</b>	<b>1,217</b>

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**資產負債表**

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>6,202</b>	<b>16,947</b>	<b>29,290</b>	<b>40,526</b>	<b>50,444</b>
物業、廠房及設備	5,269	14,194	26,892	37,819	47,631
預付租金	7	52	50	49	47
合資企業投資	42	68	77	86	95
預付款	842	2,355	1,991	2,292	2,391
其它非流動資產	41	278	281	281	281
<b>流動資產</b>	<b>1,662</b>	<b>6,556</b>	<b>8,148</b>	<b>7,728</b>	<b>8,750</b>
現金及現金等價物	598	1,965	3,133	1,907	2,530
營收賬款	451	3,151	3,492	4,298	4,697
存貨	138	167	165	165	165
關聯款項	36	56	56	56	56
其它流動資產	439	1,217	1,302	1,302	1,302
<b>流動負債</b>	<b>4,008</b>	<b>12,858</b>	<b>18,432</b>	<b>18,595</b>	<b>21,243</b>
應付賬款	2,874	7,100	8,127	7,436	7,053
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	8,999	9,852	12,884
其它流動負債	39	58	60	60	60
<b>非流動負債</b>	<b>1,568</b>	<b>8,202</b>	<b>14,495</b>	<b>24,522</b>	<b>31,597</b>
借貸	1,549	8,173	14,468	24,495	31,570
遞延收入	7	7	7	7	7
遞延稅項	11	22	20	20	20
其它非流動負債	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,511</b>	<b>5,137</b>	<b>6,354</b>
<b>股東權益</b>	<b>2,288</b>	<b>2,441</b>	<b>4,511</b>	<b>5,137</b>	<b>6,354</b>

來源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**現金流量表**

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A*	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息稅前收益</b>	<b>(107)</b>	<b>363</b>	<b>892</b>	<b>1,832</b>	<b>2,892</b>
折舊和攤銷	80	384	647	1,144	1,608
運營資金變動	(110)	1,498	687	(1,496)	(782)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(39)	(87)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(300)	(300)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(395)</b>	<b>35</b>	<b>1,936</b>	<b>1,142</b>	<b>3,331</b>
資本開支	(3,631)	(9,366)	(13,024)	(11,574)	(10,752)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	-	(300)	(300)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,570)</b>	<b>(9,181)</b>	<b>(13,033)</b>	<b>(11,883)</b>	<b>(11,061)</b>
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	10,419	10,880	10,107
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	(90)	(1,364)	(1,754)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,530</b>	<b>10,479</b>	<b>12,265</b>	<b>9,516</b>	<b>8,353</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>565</b>	<b>1,334</b>	<b>1,168</b>	<b>(1,226)</b>	<b>623</b>
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	3,133	1,907
匯兌	(3)	33	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>598</b>	<b>1,965</b>	<b>3,133</b>	<b>1,907</b>	<b>2,530</b>
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
<b>資產負債表現金</b>	<b>1,047</b>	<b>2,917</b>	<b>4,263</b>	<b>3,037</b>	<b>3,660</b>

来源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

**主要比率**

年結：12月31日	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
太陽能業務	0.1	34.9	57.8	72.2	79.6
印刷電路板業務	99.9	65.1	42.2	27.8	20.4
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	8.1	26.5	42.2	48.8	53.1
稅前利率	(8.3)	1.2	5.1	14.5	20.8
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	3.8	13.6	19.4
有效稅率	N/A	166.3	25.2	5.9	6.6
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
平均應收款周轉天數	N/A	232.7	290.2	275.1	257.5
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	20.0	13.1	9.6
債務 / 股本比率 (%)	113.6	560.8	534.5	681.1	709.7
淨負債 / 股東權益比率 (%)	87.4	480.5	465.1	644.1	670.0
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	(3.9)	(0.6)	2.6	12.2	19.2
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.3	1.3	2.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	0.61	3.28	6.38
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值 (人民幣)	0.16	0.18	0.24	0.27	0.33

来源：公司、招銀國際預測

\*協鑫新能源在 2014 年將會計年結自 3 月 31 日改為 12 月 31 日，14 財年自 4 月 1 日到 12 月 31 日。

## 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关于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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据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，并可能会受目标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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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国投资者

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。