

顺风光电 (1165 HK, 0.46 港元, 目标价 0.59 港元, 买入) - 一间颇具成本效益与拥有长期客户合约的太阳能企业

- ❖ **生产成本低, 电池转换效率高。** 顺风的平均生产成本低于中国太阳能电池厂的平均水平。我们认为这是因为 1) 生产线高度自动化, 劳动力成本减少; 2) 设备先进和特有的加工技术, 增加效率; 3) 规模效应加强。顺风主要生产单晶硅太阳能电池, 单晶的转换效率比多晶的高, 也能以更高的价格出售。我们相信顺风的产品有一定溢价, 并享有的比行业平均更高的毛利率。
- ❖ **拥有长期客户合约。** 顺风采用与关键客户和供货商共同地点的策略, 以期达到最大限度地减少产品的包装成本、破损率和运输成本的目的。该公司已与主要客户建立长期稳固的合作关系。公司已和 12 个主要客户达成长期销售合同, 于 2011-2013 年分别提供 380MW、521MW 和 561MW 太阳能电池, 这将提供顺风一个稳定的收入流。
- ❖ **预期平均售价下降, 利润率稳定。** 因多晶硅价格下降和光伏行业长期的产能过剩问题, 我们相信顺风的太阳能电池和太阳能电池组件的平均售价在 2012 年将进一步下跌。我们相信顺风的产品价格下跌趋势不会在 2013 年前得到纾缓。然而我们认为该公司的毛利率将在 2012 年上升, 因为: 1) 上游价格跌势来得比中游更猛烈; 2) 纵向整合有助于提升晶圆自给率; 3) 高利润率的 156 x 156 毫米单晶硅电池销售比例提高。
- ❖ **扩张计划推迟, 资产负债表健康。** 依原来的扩张计划, 顺风需要投资 15 亿人民币资本开支以期达到目标的生产力。这必将需要进一步融资。在最近的一次会议上, 管理层承认公司原来的扩张计划可能需要搁置, 直到太阳能市场前景气度好转。我们相信这是正确的一步, 从而避免负债过多和产能闲置的风险。
- ❖ **我们预测顺风 2012 财年每股盈利达 0.14 港元, 目前股价相当于在我们 2011 和 12 财年盈利预测的 3.3 倍和 3.2 倍。我们用 4.1 倍 2012 财年市盈率估值, 目标价为 0.59 港元, 意味着 27.9% 的上升潜力。初次评级为买入。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	379	623	2,372	3,035	3,625
净利润 (人民币百万元)	53	80	152	181	236
每股收益 (人民币)	0.05	0.07	0.12	0.12	0.15
每股收益变动 (%)	-3.4	50.4	69.2	-0.4	30.3
市盈率 (x)	8.9	5.8	3.3	3.2	2.4
市帐率 (x)	2.3	1.5	0.5	0.5	0.3
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	29.8	30.8	24.0	17.1	18.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	70.1	59.2	37.0	61.3

来源: 公司及招银国际研究部

顺风光电 (1165 HK)

评级	买入
收市价	0.46 港元
目标价	0.59 港元
市值 (港币百万)	718
过去 3 月平均交易 (港币百万)	0.33
52 周高/低 (港币)	1.11 / 0.405
发行股数 (百万股)	1,560
主要股东	汤国强 (29.7%)

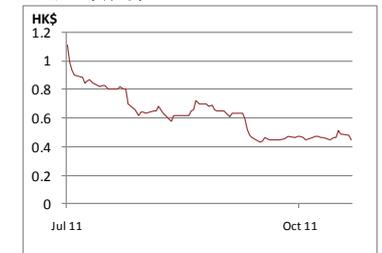
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.2%	-12.9%
3 月	-42.5%	-36.2%
6 月	N.A.	N.A.

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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作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 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士。