

保利協鑫 (3800 HK)

產能升級驅動矽片銷量增長

- ❖ **光伏能源面向更加廣闊的市場應用前景。**中國光伏裝機 2017 年將再創歷史新高。能源局統計數據顯示，前 9 個月全國新增并網光伏裝機已超 43 吉瓦（2016 年全年 34.5 吉瓦），并且分布式光伏裝機 15.3 吉瓦，同比增長 300%，創下歷史記錄。這些破紀錄的數據均大幅高于年初行業預期，顯示光伏能源儘管面臨補貼資金短缺等障礙，競爭力依然明顯增加并持續推動行業增長。我們相信 1) 光伏項目目前已達到一個“需求-價格”敏感期，將使光伏能源技術應用在地面電站及分布式領域持續擴大；2) 隨著電力市場化銷售政策演進，分布式項目將成為中國光伏發展的關鍵市場；3) 我們預期海外發展中國家市場需求將加速發展。展望 2018，我們預料中國和全球光伏需求分別將超過 40 吉瓦及 100 吉瓦。
- ❖ **金剛綫切割產品獲市場高度認可，將提升矽片銷量。**保利協鑫自 2017 年初啟動對多晶矽切片設備的金剛綫切割技術改造。市場對金剛綫切割產品的高度認可，使管理層加速了設備技術改造的進程。由于金剛綫切割技術將顯著縮短多晶矽片切割時間，我們預期切割效率提高將使公司在 2018 年，較 2016 年 17 吉瓦總產能之外，獲得額外 13 吉瓦的產能釋放。基于光伏下游裝機需求旺盛，我們將公司 2018/19 年銷售量分別上調 26.3% 及 25.1% 至 28.4 吉瓦及 29.4 吉瓦，我們同時相信矽片的銷量增長將快于矽片均價下降。
- ❖ **新疆多晶矽產能釋放將提升矽片毛利率。**保利協鑫 2017 年矽片業務銷售收到了矽片價格下跌的影響。據公司矽片業務下屬企業披露，前 9 個月矽片銷售毛利率同比下跌 7 個百分點至 17.6%。基于 4 季度矽片價格較為穩定預期，我們測算全年自供及外購矽料的矽片毛利分別為 28.5% 及 9.5%。2017 年，我們預料全年外購多晶矽料所生產的矽片比例為 41%，這個比例將在 2018 年隨公司金剛綫切割改造後，矽片產能增加而上升。根據公司計劃，新疆多晶矽產能將在 4Q18 逐步釋放，將能夠對內增加低成本的多晶矽供應，我們認為這將顯著提高公司矽片業務的毛利率。
- ❖ **提升目標價至每股 1.81 港元，重申買入評級。**基于矽片銷量增長，以及矽片毛利隨新疆多晶矽產能釋放而增加，我們將 2017/18/19 年的淨利預測分別調整 -0.9/10.0/18.2% 自人民幣 24.09/28.67/35.95 億元至人民幣 23.88/31.53/41.83 億元。受分布式光伏增長前景帶動，市場對於板塊情緒明顯提升。我們對保利協鑫光伏製造業務部門淨利貢獻適用 11 倍 2018 年前瞻市盈率估值，結合對於協鑫新能源 (451 HK) 的 DCF 估值，我們的分布加總估值變更為每股 1.81 港元。據此，我們將對保利協鑫的目標價自每股 1.26 港元提升至每股 1.81 港元。**重申買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	21,766	22,025	24,618	30,624	31,704
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	2,425	2,029	2,388	3,153	4,183
調整後 EPS (人民幣)	0.155	0.109	0.128	0.170	0.225
EPS 變動 (%)	57	(30)	18	32	33
市盈率 (x)	8.3	11.8	10.0	7.6	5.7
市帳率 (x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	4.8	-	-	-	-
權益收益率 (%)	15	10	10	12	14
淨財務杠杆率 (%)	175	148	200	212	203

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$1.81
(此前目標價)	HK\$1.26
潛在升幅	+20.6%
當前股價	HK\$1.50

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)	27,882
3 月平均流通量 (百萬港元)	295.53
52 周內股價高/低 (港元)	1.63/0.72
總股本 (百萬)	18,588

資料來源：彭博

股東結構

朱共山	32.4%
-----	-------

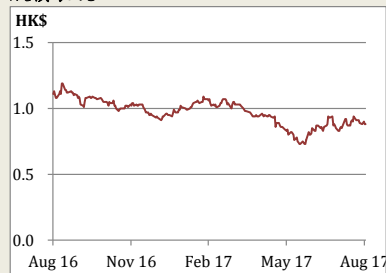
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.0%	4.4%
3-月	10.0%	2.0%
6-月	-15.4%	-28.2%

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	21,766	22,025	24,618	30,624	31,704
光伏材料	19,243	19,270	19,983	24,397	24,085
太阳能电站业务	554	508	536	536	536
新能源业务	1,970	2,246	4,100	5,691	7,083
销售成本	(15,990)	(14,980)	(17,086)	(20,976)	(20,189)
毛利	5,776	7,044	7,533	9,647	11,515
销售费用	(79)	(73)	(81)	(101)	(105)
行政费用	(1,581)	(1,847)	(1,600)	(1,991)	(2,061)
其它收益	(249)	(165)	(281)	(419)	(413)
息税前收益	3,866	4,960	5,570	7,137	8,937
融资成本	(2,209)	(2,149)	(2,155)	(2,665)	(3,128)
合资企业	(50)	33	33	33	33
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	1,160	-	-	-	-
税前利润	2,768	2,844	3,448	4,505	5,842
已终止经营业务	489	(112)	-	-	-
所得税	(530)	(537)	(586)	(721)	(906)
非控制股东权益	(302)	(165)	(473)	(631)	(754)
净利润	2,425	2,029	2,388	3,153	4,183

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	46,636	59,907	73,987	86,048	95,978
物业、厂房及设备	41,650	52,462	65,596	76,629	86,618
预付租金	1,102	1,124	1,050	1,000	950
无形资产	54	125	129	132	135
预付款	2,686	3,640	4,601	5,451	5,251
其它	1,145	2,557	2,611	2,837	3,026
流动资产	33,055	27,112	26,662	27,834	33,520
现金及现金等价物	16,876	12,189	8,938	6,682	12,750
应收贸易款项	14,368	12,285	15,941	19,039	18,598
存货	1,387	966	1,354	1,684	1,744
关联款项	52	268	268	268	268
其它	373	1,405	161	161	161
流动负债	40,993	35,311	38,058	40,435	42,733
应付贸易账款	15,698	17,860	16,884	18,135	17,404
客户预收款	479	518	488	593	586
借债	24,258	14,529	19,995	21,016	24,052
关联款项	206	422	422	422	422
其它	352	1,982	268	268	268
非流动负债	21,138	29,225	36,335	42,452	51,789
客户预收款	203	183	342	415	410
借债	20,310	28,399	35,423	41,467	50,809
递延收入	352	276	350	350	350
递延税项	223	367	220	220	220
其它	51	-	-	-	-
少数股东权益	17,560	23,394	26,256	30,040	34,977
净资产总值	1,705	2,573	3,047	3,678	4,432
股东权益	15,854	20,821	23,209	26,362	30,545

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）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,866	4,960	5,570	7,137	8,937
折旧和摊销	3,247	3,208	3,571	3,997	4,428
运营资金变动	(1,588)	2,428	(3,822)	(3,203)	571
税务开支	748	(537)	(586)	(721)	(906)
其它	(3,055)	(2,273)	(3,065)	(3,023)	(2,605)
经营活动所得净现金流	3,218	7,785	1,668	4,187	10,425
购置固定资产	(9,297)	(16,062)	(16,077)	(15,229)	(14,416)
联营公司	(119)	-	-	-	-
其它	2,010	7,912	-	(2,100)	-
投资活动所得现金净额	(7,405)	(8,150)	(16,077)	(17,329)	(14,416)
股份发行	0	2,846	-	-	-
净借贷	9,892	(1,641)	11,666	11,402	9,534
股息	(1,120)	-	-	-	-
其它	1,169	(2,437)	(906)	(1,269)	(104)
融资活动所得现金净值	9,941	(1,232)	10,759	10,133	9,431
现金增加净额	5,754	(1,597)	(3,650)	(3,009)	5,439
年初现金及现金等价物	4,362	10,341	8,985	5,335	2,326
汇兑	225	241	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,341	8,985	5,335	2,326	7,765
受限制现金	6,535	3,231	3,603	4,356	4,985
资产负债表现金	16,876	12,216	8,938	6,682	12,750

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
光伏材料业务	88.4	87.5	81.2	79.7	76.0
太阳能电站业务	2.5	2.3	2.2	1.7	1.7
新能源业务	9.1	10.2	16.7	18.6	22.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	26.5	32.0	30.6	31.5	36.3
税前利率	12.7	12.9	14.0	14.7	18.4
净利润率	11.1	9.2	9.7	10.3	13.2
核心净利润率	6.8	9.7	9.7	10.3	13.2
有效税率	19.1	18.9	17.0	16.0	15.5

资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	210.8	220.8	209.2	208.5	216.7
平均应付账款周转天数	366.8	408.8	371.1	304.7	321.3
平均存货周转天数	43.9	28.7	24.8	26.4	31.0
	281.1	206.2	238.8	237.0	245.1
净负债/股东权益比率 (%)	174.7	147.6	200.3	211.7	203.3

回报率 (%)

资本回报率	15.3	9.7	10.3	12.0	13.7
资产回报率	3.0	2.3	2.4	2.8	3.2

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.16	0.11	0.13	0.17	0.23
每股股息 (人民币)	0.07	-	-	-	-
每股账面价值 (人民币)	1.02	1.12	1.25	1.42	1.64

来源：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。