

保利協鑫 (3800 HK, HK\$1.00 目標價: HK\$1.37, 買入)——需求慣性驅使前進，但前景面臨挑戰

❖ **3 季度產銷均降。**保利協鑫發佈了光伏材料板塊的 3 季度運營業績。矽片業務錄得環比銷售下跌 13.5% 以及同比銷售下跌 4.6%，而同期多晶矽則錄得產量下跌 15%，並且多晶矽對外銷售量較去年同期相比大幅下跌。銷售均價方面，3 季度矽片銷售均價自 2 季度 0.183 美元/瓦下跌 20.2% 至 3 季度 0.146 美元/瓦，同期多晶矽銷售均價也自 16.8 美元/公斤下跌 7.1% 至 15.6 美元/公斤。3 季度光伏材料的運營表現顯示了保利協鑫受到了光伏下游需求擺動的影響非常明顯，主要是因為中國光伏下游搶裝潮結束造成需求急速冷卻。

❖ **需求有所回升，但前路充滿挑戰。**隨著國內光伏下游裝機需求在各省陸續完成光伏指標的分配和招標後重新啟動，光伏材料價格隨需求回暖有所恢復。管理層對於價格恢復感到積極，並預期這種趨勢能夠維持到 17 年 1 季度。我們認為，中國未來的裝機目標指引將對數量眾多的光伏中上游生產商至關重要。我們預期光伏裝機將在慣性驅使下持續，基於能源局 2016 年下達了合計 22.9 吉瓦的裝機目標，並且大部分的需求要到 2017 年才得以交付。然而對於 2017 年及以後的裝機目標指引，我們並不感到非常確定，因為 1) 國家將 2020 年的光伏裝機目標調整至較為保守 110 吉瓦，因日趨嚴峻的限電形勢；2) 特朗普政府將有可能翻轉目前偏向於環保的能源政策。

❖ **用戶側平價上網將帶來進一步的成本壓力。**基於太陽能 3 類資源區用戶側平價上網電價為人民幣 0.65 元/千瓦時的假設，我們測算光伏電站系統平均投資成本需要自 2016 年的 6.3 元/瓦下降至 2020 年的 4.5 元/瓦，對應平均每年系統成本需要下降 8.1% 才能夠維持 9% 的杠杆內部回報率。受金剛線切割及黑矽技術支持，我們預期矽片的製造成本能夠在 2016-18 年維持 8% 的年均成本縮減，但多晶矽方面則由於 FBR 技術的不確定性，成本曲線的下降速率較矽片慢。我們預期矽片全成本將在 2016-18 年分別實現下降 5.2%，9.6% 以及 6.4%，慢於我們所預測的使用者側平價系統成本下降，因此我們認為保利協鑫未來將面臨毛利下跌壓力。

❖ **目標價自 1.45 港元調降至 1.37 港元。**有鑒於需求和進一步成本縮減的不確定性，我們將 1) 矽片銷售均價按使用者側平價上網目標進行調減，2) 更慢的 FBR 產能釋放節奏。我們維持光伏材料業務板塊較高的產出和銷售率預期。我們對 16-18 年的淨利潤預測也因此分別調低 12.8%，5.0% 以及 18.5% 至人民幣 19.75 億，30.81 億以及 30.31 億元。基於我們更新後的分類加總估值，對除協鑫新能源以外業務估值為 7 倍 17 年預測市盈率，得到保利協鑫每股價值為 1.37 港元，對現價意味 37% 增長空間。**維持「買入」評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	21,523	21,766	23,275	23,841	24,007
淨利潤 (人民幣百萬)	1,549	2,425	1,975	3,081	3,031
每股收益 (人民幣)	0.099	0.155	0.106	0.166	0.163
每股收益變動 (%)	N/A	57	(31)	56	(2)
市盈率(x)	8.9	5.7	8.3	5.3	5.4
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	-	8.6	-	-	-
權益收益率 (%)	11	15	9	13	11
淨財務槓桿率 (%)	145	175	175	199	198

來源: 公司, 招銀國際預測

蕭小川

3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

新能源板塊

保利協鑫 (3800 HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.00
目標價	HK\$1.37
市值 (港幣百萬)	18,588
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	110.63
52 周高/低 (港幣)	1.52/0.91
發行股數 (百萬)	15,489
主要股東	朱共山(32.4%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-6.5%	-2.2%
3 月	-13.0%	-10.5%
6 月	-9.1%	-19.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	21,523	21,766	23,275	23,841	24,007
光伏材料	20,166	19,243	19,159	18,048	16,657
太陽能电站業務	545	554	550	545	541
新能源業務	812	1,970	3,567	5,248	6,809
銷售成本	(16,548)	(15,990)	(15,862)	(15,614)	(15,310)
毛利	4,975	5,776	7,413	8,227	8,697
銷售費用	(66)	(79)	(79)	(81)	(82)
行政費用	(1,439)	(1,581)	(1,676)	(1,597)	(1,608)
其它收益	407	(249)	(244)	597	658
息稅前收益	3,877	3,866	5,414	7,146	7,665
融資成本	(2,114)	(2,209)	(2,493)	(2,837)	(3,222)
合資企業	6	(50)	(40)	(40)	(40)
聯營公司	(0)	-	-	-	-
特殊收入	-	1,160	-	-	-
稅前利潤	1,768	2,768	2,882	4,269	4,403
已終止經營業務	230	489	-	-	-
所得稅	(291)	(530)	(663)	(768)	(749)
非控制股東權益	(159)	(302)	(244)	(420)	(623)
淨利潤	1,549	2,425	1,975	3,081	3,031
核心淨利潤	1,549	1,487	1,975	3,081	3,031

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	43,929	46,636	63,231	74,665	84,266
物業、廠房及設備	39,927	41,650	58,007	69,151	78,642
預付租金	1,399	1,102	802	502	202
無形資產	136	54	53	52	50
預付款	1,153	2,686	3,062	3,557	3,841
其它	1,314	1,145	1,306	1,403	1,531
流動資產	27,074	33,055	34,690	36,219	39,453
現金及現金等價物	13,678	16,876	17,829	19,140	22,858
應收貿易款項	10,775	14,368	14,904	15,144	14,652
存貨	2,457	1,387	1,870	1,855	1,870
關聯款項	99	52	52	52	52
其它	66	373	35	28	21
流動負債	37,932	40,993	41,592	43,915	46,556
應付貿易賬款	16,443	15,698	18,642	15,698	14,513
客戶預收款	768	479	469	443	409
借債	19,850	24,258	21,928	27,217	30,116
關聯款項	590	206	200	200	200
其它	281	352	353	358	1,318
非流動負債	16,227	21,138	33,435	40,575	47,114
客戶預收款	510	203	328	310	287
借債	14,826	20,310	32,536	39,695	46,257
遞延收入	476	352	350	350	350
遞延稅項	414	223	220	220	220
其它	-	51	-	-	-
少數股東權益	2,336	1,705	1,949	2,369	2,992
淨資產總值	14,509	15,855	20,944	24,025	27,056
股東權益	14,509	15,854	20,944	24,025	27,056

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民幣百萬元）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	3,877	3,866	5,414	7,146	7,665
折舊和攤銷	2,941	3,247	3,723	3,910	4,388
運營資金變動	2,536	(1,588)	(1,099)	(175)	591
稅務開支	506	748	(663)	(768)	(749)
其它	(2,937)	(3,055)	(2,500)	(3,065)	(3,023)
經營活動所得淨現金流	6,923	3,218	4,875	7,047	8,872
購置固定資產	(4,914)	(9,297)	(20,280)	(15,254)	(14,078)
聯營公司	(31)	(119)	-	-	-
其它	(2,137)	2,010	1,814	(2,841)	(1,794)
投資活動所得現金淨額	(7,082)	(7,405)	(18,466)	(18,095)	(15,872)
股份發行	7	0	2,845	-	-
淨借貸	1,731	9,892	10,252	11,729	10,670
股息	-	1,120	-	-	-
其它	(2,018)	(1,071)	1,911	(637)	(1,104)
融資活動所得現金淨值	(280)	9,941	15,008	11,092	9,566
現金增加淨額	(439)	5,754	1,417	44	2,566
年初現金及現金等價物	4,850	4,362	10,341	11,908	11,952
匯兌	(50)	225	150	-	-
年末現金及現金等價物	4,362	10,341	11,908	11,952	14,518
受限制現金	9,316	6,535	5,921	7,187	8,340
資產負債表現金	13,678	16,876	17,829	19,139	22,858

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合(%)					
光伏材料業務	93.7	88.4	82.3	75.7	69.4
太陽能電站業務	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3
新能源業務	3.8	9.1	15.3	22.0	28.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	23.1	26.5	31.9	34.5	36.2
稅前利率	8.2	12.7	12.4	17.9	18.3
淨利潤率	7.2	11.1	8.5	12.9	12.6
核心淨利潤率	7.2	6.8	8.5	12.9	12.6
有效稅率	16.5	19.1	23.0	18.0	17.0

資產負債比率

流動比率(x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
平均應收賬款周轉天數	141.1	210.8	229.5	230.0	226.5
平均應付帳款周轉天數	181.3	366.8	395.1	401.4	360.1
平均存貨周轉天數	31.7	43.9	37.5	43.5	44.4
淨負債/股東權益比率(%)	144.7	174.7	174.9	198.8	197.8

回報率(%)

資本回報率	10.7	15.3	9.4	12.8	11.2
資產回報率	2.2	3.0	2.0	2.8	2.5

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.099	0.155	0.106	0.166	0.163
每股股息(港幣)	-	0.086	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	1.19	1.02	1.13	1.29	1.46

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) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。