

協鑫新能源(451 HK, HK\$0.43 目標價: HK\$0.60, 買入) — 高速增長在望

- ❖ **虧轉盈，並成功實現業務轉型。**協鑫新能源發佈了 2016 年業績。持續經營收入錄得 22.5 億（人民幣，下同），按年增長 226.5%，較我們預期高 10.3%。年內由於搶裝因素，新增裝機利用率較高，並且利用小時數達 1,260 小時，符合預期。毛利錄得 15.7 億，毛利率為 69.9%，較 2015 年降低 2.2 個百分點，主要由於部分地區裝機受限電及霧霾帶來輕微影響。淨利潤方面，公司實現虧轉盈，自 15 年虧損 1,500 萬至 16 年盈利 1.3 億元。如剝離非經常性損益，公司 2016 年持續運營業務核心淨利潤為 3 億，較 2015 年 76 百萬增長 293.7%。公司將在 2017 年剝離併購所得的 PCB 業務板塊，轉為純光伏电站開發運營商。
- ❖ **卓越的執行力是核心競爭力。**相較於其他光伏电站運營商，我們相信協鑫新能源展現了卓越的項目執行能力，並且這種執行能力是全國範圍性的。公司 2016 年在激烈的市場競爭中實現了新增裝機 1,871 兆瓦。同時，公司還通過專案競標鎖定了共計 510 兆瓦的領跑者及光伏扶貧專案。對於 2017 年新增裝機指引，管理層設定新增裝機 1.5-2 吉瓦目標，其中將有 133 兆瓦來自美國，5 兆瓦來自日本。目前公司持有超過 1.8 吉瓦專案待開發，並且全部已經獲得專案核准，新增裝機計畫實現的可能性很高。
- ❖ **輕資產模式將會成為潛在業績催化劑。**協鑫新能源計畫在 2017 年通過出售專案股權方式實現 1-1.5 吉瓦資產出表。管理層解釋項目出售主要是出於短期戰略考慮，主要目標是 1) 實現專案股本金快速回收以改善財務指標，2) 抓住光伏下游有限的視窗機遇。因管理層透露資產收購合作金融機構對於專案投資回報的要求低於公司目前 12% 的項目內部回報率水準，我們預期公司將通過資產出售提前實現部分專案利潤，此外，公司還能夠通過專案的運營和維護獲取專案管理回報。
- ❖ **重申買入，目標價維持每股 0.60 港元。**基於管理層對業務運營指引，以及對公司財務預測的更新，我們將 2017，2018 年的淨利潤自 11.1 億及 18.9 億分別調低 22.9% 及 33.6% 至 8.5 億及 12.6 億元。我們的目標價相當於 2017 年預測市盈率的 11.8 倍。基於公司淨利潤將實現快速增長，以及公司卓越的項目執行能力，我們相信目標估值水準可獲支持。重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	688	2,246	3,815	5,253	6,725
淨利潤 (百萬元人民幣)	(15)	130	853	1,258	1,669
每股收益 (人民幣, 分)	(0.11)	0.70	4.47	6.59	8.75
每股收益變動 (%)	N/A	N/A	539	47	33
市盈率(x)	N/A	61.4	8.6	5.8	4.4
市帳率(x)	2.2	2.6	2.0	1.5	1.1
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(0.6)	2.8	15.7	18.8	20.0
淨財務杠杆率 (%)	480.5	411.3	559.3	605.1	567.7

來源: 公司及招銀國際研究部

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

中國新能源

協鑫新能源 (451 HK)

評級	買入
收市價	HK\$0.43
目標價	HK\$0.60
市值 (港幣百萬)	8,202
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	6.75
52 周高/低 (港幣)	0.55/0.305
發行股數 (百萬)	19,074
主要股東	保利協鑫(62.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	10.3%	7.0%
3 月	2.4%	-6.6%
6 月	-1.1%	-3.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	688	2,246	3,815	5,253	6,725
太陽能業務	688	2,246	3,815	5,253	6,725
銷售成本	(192)	(676)	(1,123)	(1,592)	(2,046)
毛利	496	1,571	2,692	3,661	4,679
行政費用	(283)	(371)	(381)	(525)	(673)
其他收益及費用	145	182	108	128	147
息稅前收益	359	1,382	2,419	3,263	4,154
融資成本淨額	(314)	(940)	(1,361)	(1,800)	(2,224)
合資及聯營企業	9	1	9	10	10
其它	29	(175)	(53)	(30)	-
特殊項目	(91)	(169)	-	-	-
稅前利潤	(8)	99	1,013	1,443	1,940
所得稅	(6)	42	(23)	(49)	(135)
少數股東權益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
淨利潤	(15)	129	853	1,258	1,668
核心淨利潤	76	299	853	1,258	1,668

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	16,947	30,739	40,940	51,200	59,497
物業、廠房及設備	14,194	26,755	37,676	47,970	57,103
預付租金	52	109	97	85	73
合資企業投資	68	42	51	60	69
預付款	2,355	3,372	2,834	2,803	1,970
其它非流動資產	278	460	281	281	281
流動資產	6,556	10,739	8,699	9,267	10,557
現金及現金等價物	1,965	3,826	1,660	1,336	2,911
應收賬款	3,151	3,386	5,682	6,573	6,287
存貨	167	-	-	-	-
關聯款項	56	20	56	56	56
其它流動資產	1,217	3,506	1,302	1,302	1,302
流動負債	12,858	18,017	16,725	18,474	19,554
應付帳款	7,100	11,394	10,113	9,908	9,279
關聯欠款	180	83	150	150	150
關聯借款	646	676	676	676	676
借貸	4,875	4,948	5,726	7,680	9,388
其他流動負債	58	916	60	60	60
非流動負債	8,202	17,041	25,636	33,451	40,285
借貸	8,173	17,012	25,609	33,425	40,258
遞延收入	7	-	7	7	7
遞延稅項	22	29	20	20	20
其它非流動負債	-	-	-	-	-
少數股東權益	1	1,847	1,852	1,858	1,863
永續債	-	1,800	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,441	4,573	5,426	6,684	8,352
股東權益	2,441	4,573	5,426	6,684	8,352

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	363	1,408	2,419	3,263	4,154
折舊和攤銷	384	562	972	1,346	1,723
運營資金變動	1,498	4,225	(3,576)	(1,097)	(343)
稅務開支	(21)	42	(39)	(23)	(49)
其它	(2,188)	(5,787)	1,021	(2,062)	(2,163)
經營活動所得現金淨額	35	450	796	1,427	3,322
資本開支	(9,366)	(13,900)	(12,077)	(11,229)	(10,416)
聯營公司	(26)	25	(9)	(9)	(9)
其它	211	4,160	2,000	2,130	1,330
投資活動所得現金淨額	(9,181)	(9,714)	(10,086)	(9,108)	(9,095)
股份及永續債發行	-	3,764	-	-	-
淨借貸	11,095	8,942	9,375	9,770	8,541
股息	-	-	-	-	-
其它	(616)	(1,551)	(2,200)	(2,310)	(1,060)
融資活動所得現金淨額	10,479	11,155	7,175	7,460	7,481
現金增加淨額	1,334	1,890	(2,115)	(221)	1,708
年初現金及現金等價物	598	1,965	3,853	1,738	1,517
匯兌	33	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,965	3,853	1,738	1,517	3,225
受限制現金	952	2,255	1,130	1,130	1,130
隨資產出售現金	-	(27)	-	-	-
資產負債表現金	2,917	6,082	2,868	2,647	4,355

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	72.1	69.9	70.6	69.7	69.6
稅前利率	(1.2)	4.4	26.6	27.5	28.9
淨利潤率	(2.1)	5.8	22.4	24.0	24.8
有效稅率	(73.8)	(42.5)	2.3	3.4	6.9

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
平均營收周轉天數	232.7	246.6	395.0	396.0	336.5
平均存貨周轉天數	28.2	8.0	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	560.8	352.6	439.8	489.1	492.6
淨負債/股東權益比率 (%)	480.5	411.3	559.3	605.1	567.7

回報率 (%)

股本回報率	(0.6)	2.8	15.7	18.8	20.0
資產回報率	(0.1)	0.3	1.7	2.1	2.4

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	(0.11)	0.70	4.47	6.59	8.75
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.18	0.15	0.19	0.26	0.34

來源：公司及招銀國際研究部預測

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，並可能會受標的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。