

保利協鑫 (3800 HK)

切換賽道，進入技術轉型期

- ❖ **雲南投資生產單晶矽棒。**保利協鑫宣佈初步投資協定，計畫在雲南曲靖組建合資企業。公司同意與曲靖市政府和曲靖經濟技術開發區管委會共同投資人民幣90億元用於兩期單晶生產設施（每期規模10吉瓦）。協鑫將主要負責募集資金及建設生產設施，而地方政府將負責征地和電、水、道路等基礎建設支援的相關手續。據當地政府新聞資訊，保利協鑫曲靖合資企業將於2019年3季度完成施工，我們初步預計2020年將獲得產能釋放。在目前階段，公司尚未披露關於合資企業潛在投資者以及其他合夥人的進一步細節。
- ❖ **通過技術差異化實現賽道切換。**據管理層表示，曲靖單晶矽棒投資不是對單晶產品市場份額擴張的防禦性佈局，而是針對晶矽產品市場需求的差異化解決方案。通過進一步大規模投資佈局單晶技術產品，我們認為保利協鑫釋放了從“專注於多晶矽”轉向“多晶矽和單晶矽並行開發”的信號。根據2017年市場趨勢，在長期技術演進過程中，我們認為下游生產商在平衡組件效率和成本潛力以後，更傾向於單晶矽產品。此前，保利協鑫也擁有自己的單晶矽棒和單晶矽錠技術儲備，並在寧夏推出了1吉瓦單晶矽棒生產線。但由於公司在單晶方面處於後發佈局，在傳統的多次拉晶（RCz）技術領域，我們認為公司在效率和成本上均落後於隆基和中環等主流競爭對手。此次通過對曲靖的單晶矽棒專案投資，保利協鑫有意採取顛覆性的連續直拉單晶（CCz）以應對日趨激烈的市場競爭。
- ❖ **30%潛在成本優勢。**保利協鑫自2017年4月起通過對SunEdison技術組合競購獲得並整合了CCz高效連續直拉製造技術。根據公司資訊，CCz技術將使每個坩堝在壽命週期內連續拉制8-10根單晶矽棒，對比傳統的RCz每坩堝3-4根在生產效率方面將提升40%以上。電耗方面，CCz技術的消耗量也將較RCz少20%（我們估計CCz電耗約28-30KWh/kg）。公司預計CCz單晶矽棒生產成本將比RCz低30%，表明雲南曲靖生產線的產品將較現有產品具有較大的成本競爭力，管理層同時預計CCz在實現量產後每年仍將具有5%左右的生產效率提升。除此以外，我們相信CCz的成本效益很可能將因保利協鑫在徐州擴大FBR多晶矽產量而進一步提升，因FBR技術將在原料端為公司的CCz單晶矽棒生產帶來成本持續縮減空間（GCL預計FBR將使多晶矽成本降至每公斤8.0美元以下）。
- ❖ **影響尚待觀察。**我們認為，保利協鑫對於對單晶產品的技術佈局將使市場對於多晶和單晶技術線路之間的爭議有明確定論。在長期光電轉換效率發展以及成本效益潛力方面，單晶將更勝一籌。由於目前公司關於CCz技術細節披露不多，我們預計市場將保持觀望態度。在短期內，我們認為市場將更多地關注1）矽片產品端激烈的價格戰，2）上游多晶矽定價是否會受到競爭對手新建產能釋放影響；以及3）公司是否能如期在4季度實現新疆產能投放。我們預計市場將對保利協鑫下一輪大規模資本開支有所顧慮，並對曲靖投資反應謹慎。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
調整後淨利潤(百萬人民幣)	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
調整後EPS(人民幣)	0.110	0.107	0.131	0.141	0.176
EPS變動(%)	(29)	(3)	23	7	25
市盈率(x)	8.7	8.9	7.3	6.8	5.4
市帳率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	10	9	10	9	11
淨財務杠杆率(%)	148	185	216	212	188

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（維持）

目標價	HK\$1.14
(此前目標價)	HK\$1.21
潛在升幅	+14.0%
當前股價	HK\$1.00

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)	18,592
3月平均流通量(百萬港元)	139.54
52周內股價高/低(港元)	1.63/0.72
總股本(百萬)	18,592

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	-11.4%	-9.4%
3-月	-29.4%	-28.2%
6-月	-15.8%	-22.2%

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

- ❖ **矽片價格：單多晶維持價差。** 2018 年 3 月和 4 月，矽片價格繼續下跌。農曆新年後，新訂單進入市場也並未使矽片價格企穩。我們認為這表明國內市場光伏裝機需求相對疲軟。根據 PVinsights 資料，高效率的 6 寸多晶矽片近期定價為 0.506 美元/片，而 6 英寸單晶矽片定價為 0.615 美元/片。多晶對單晶價差維持在 0.1 美元/片以上，顯示多晶矽片仍然維持較好的產品性價比。在矽料端，在需求淡季導致多晶矽料價格下跌後，多晶矽價格企穩在 15.0 美元/公斤。基於我們預期多晶矽新的有效產能將最早於在 3 季度末進入市場，我們預計多晶矽價格將在 2 季度至 3 季度末在此位置維持穩定。
- ❖ **維持持有評級。** 鑒於 1) 我們預計市場將對保利協鑫新的單晶矽棒生產保持謹慎態度，2) 多晶矽片仍然面臨較為激烈的價格壓力，以及 3) 光伏下游裝機前景暫不明朗，我們維持此前觀點，即保利協鑫目前處於生產佈局和技術應用的調整期。我們的分部估值中對於光伏材料部分的 2018 年預測市盈率從 11 倍下調至 10 倍，對應目標價也因此自每股 1.21 港元下調至每股 1.14 港元。**我們對公司維持持有評級。**

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
光伏材料	19,270	19,355	26,277	25,987	26,091
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
销售成本	(14,980)	(15,596)	(22,922)	(22,821)	(22,610)
毛利	7,044	8,198	9,781	10,548	11,739
销售费用	(73)	(119)	(131)	(133)	(137)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(2,616)	(2,670)	(2,748)
其它收益	(165)	(465)	(368)	(409)	(391)
息税前收益	4,960	5,426	6,666	7,336	8,463
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,037)	(3,356)	(3,578)
合资企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	3,659	4,010	4,916
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
减去：非控制股东权益	165	377	634	768	898
净利润	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
核心净利润	2,142	1,926	2,440	2,621	3,281

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	59,907	76,169	86,291	91,728	94,891
物业、厂房及设备	52,462	63,780	74,783	80,375	84,167
预付租金	1,124	1,178	1,200	1,200	1,200
无形资产	125	854	729	676	628
预付款	3,640	6,083	5,451	5,251	4,600
其它	2,557	4,275	4,128	4,226	4,295
流动资产	27,112	31,111	30,652	32,014	36,651
现金及现金等价物	12,189	14,393	9,780	10,383	14,420
应收贸易款项	12,285	14,537	19,070	19,801	20,360
存货	966	991	1,374	1,402	1,443
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
流动负债	35,311	41,659	42,164	42,183	43,396
应付贸易账款	17,860	19,592	19,760	18,090	18,096
客户预收款	518	612	807	799	802
借债	14,529	20,817	21,096	22,795	23,998
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
非流动负债	29,225	36,549	44,398	47,789	50,198
客户预收款	183	119	676	669	672
借债	28,399	35,614	43,152	46,550	48,957
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	23,394	27,308	30,381	33,770	37,948
净资产总值	2,573	4,532	5,166	5,934	6,832
股东权益	20,821	22,775	25,215	27,836	31,116

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	4,960	5,427	6,666	7,336	8,463
折旧和摊销	3,208	3,654	4,296	4,618	4,893
运营资金变动	2,428	(2,395)	(4,390)	(658)	(528)
税务开支	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
其它	(3,025)	-	(2,520)	(2,310)	(2,440)
经营活动所得净现金流	7,033	6,048	3,466	8,365	9,651
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(10,793)	(10,210)	(8,685)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	-	(2,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(19,051)	(13,443)	(11,970)	(9,212)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	7,498	5,147	3,645
股息	-	-	-	-	-
其它	410	1,188	(2,001)	(1,001)	1
融资活动所得现金净值	(1,232)	14,691	5,497	4,146	3,646
现金增加净额	(1,597)	1,688	(4,480)	542	4,085
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	6,194	6,735
汇兑	241	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	6,194	6,735	10,820
受限制现金	3,231	3,720	3,586	3,647	3,600
资产负债表现金	12,216	14,393	9,780	10,383	14,420

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
光伏材料业务	87.5	81.3	80.4	77.9	76.0
太阳能电站业务	2.3	2.1	1.5	1.5	1.4
新能源业务	10.2	16.6	18.1	20.6	22.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	29.9	31.6	34.2
税前利率	12.9	12.2	11.2	12.0	14.3
净利润率	9.2	8.3	7.5	7.9	9.6
核心净利润率	9.7	8.1	7.5	7.9	9.6
有效税率	18.9	21.9	16.0	15.5	15.0

资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	187.5	212.6	213.4
平均应付账款周转天数	408.8	438.3	313.3	302.7	292.1
平均存货周转天数	28.7	22.9	18.8	22.2	23.0
	206.2	247.8	254.8	249.1	234.5
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	216.0	211.8	188.1

回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	9.7	9.4	10.5
资产回报率	2.3	1.8	2.1	2.1	2.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	0.13	0.14	0.18
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.36	1.50	1.67

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。