

協鑫新能源 (451 HK)

降杠杆是首要目標

- ❖ **淨利實現低於預期，但調整後的淨利大致符合預期。** 協鑫新能源發佈 2017 年度業績。收入錄得人民幣 39.42 億元，同比上升 75.5%，而電力銷售錄得 52.34 億千瓦時，同比上升 91%。協鑫新能源實現的收入比我們的估計低 4.4%，主要源於：1) 平均實現電價為人民幣 0.79 元/千瓦時較我們預估低 1.25%，2) 收入確認中抵減人民幣 1.75 億元以反映可再生能源補貼長期應收貼現影響。毛利率同比下降 2.6 個百分點至 67.3%，因新建專案電價下降幅度快於專案成本下降。可轉債的公允價值損失為人民幣 1.19 億元，高於我們的估計，而財務成本則處於良好控制下，為人民幣 14.32 億元。公司新能源業務核心盈利為人民幣 7.64 億元，較我們預測低 28%。如果剝離長期補貼貼現折扣影響及非現金可轉換公允價值損失的影響，我們估計核心收益為 9.33 億元人民幣，大致符合我們此前對於公司的盈利測算。
- ❖ **降杠杆是重中之重。** 因預期融資環境趨緊，管理層計畫在 2018 年降低杠杆水準。產能擴張目標因此從 2016-2017 年的 2-2.5GW 降至 2018 年的 1-1.5GW。2017 年，公司的資產負債率為 84.1%，管理層計畫在 2018 年將該比率降至 80% 以下，並進一步在 2019 年降至 75% 以下。協鑫新能源擁有多項管道來實現降杠杆，包括 1) 引入戰略股票投資者，即與太平金控的股權合作，2) 出售項目層級股權以實現股本資金回收，以及 3) 與合作夥伴共同設立投資基金，通過產業基金在表外實現專案開發。公司 2018 年計畫資本開支人民幣 56-87 億元。基於 1.2GW 的新建新增裝機規模和公司正常運營，我們預計到 2018 年底總負債資產比率將可降至 82.4%。我們認為管理層的降杠杆計畫可執行度很高。
- ❖ **海外擴張與國內發展並重。** 隨著越來越多的國有企業進入市場參與光伏專案招標，管理層預計國內市場專案競爭將日趨激烈，而光伏項目運營商仍面臨補貼徵收延遲的困境。管理層認為海外專案擴張將帶來穩定的現金流和可觀的回報，將引導公司走向更為健康的可持續增長。2017 年，協鑫在美國和日本分別開發了 83 兆瓦和 9 兆瓦太陽能發電場，管理目標在 3-5 年內將海外光伏裝機比例提高到 40-50%。
- ❖ **調整目標價至 0.81 港元，維持買入評級。** 基於 1) 2018 年運營指引更新，2) 預測新增裝機步伐放慢至 1.2GW，3) 收入預測調整以考慮補貼折現帶來的影響，我們將 2018/19 年盈利預測分別修正為 4.7 / 5.0% 至人民幣 1,469 元 / 18.24 億元。我們的 DCF 模型顯示目標價為每股 0.81 港元，相當於 8.8 倍 2018 年市盈率。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
淨利潤 (百萬人民幣)	130	841	1,469	1,824	2,169
EPS (人民幣, 分)	0.70	4.41	7.70	9.56	11.37
EPS 變動 (%)	(742)	530	75	24	19
市盈率 (x)	62.4	9.9	5.7	4.6	3.8
市帳率 (x)	1.8	1.5	1.2	0.9	0.8
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	2.9	15.0	20.7	20.5	19.6
淨財務杠杆率 (%)	295	417	435	398	347

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$0.81
(此前目標價)	HK\$0.84)
潛在升幅	+55.8%
當前股價	HK\$0.52

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)	9,918
3月平均流通量(百萬港元)	18.34
52周內股價高/低(港元)	0.78/0.33
總股本(百萬)	19,074

資料來源：彭博

股東結構

保利協鑫	62.3%
------	-------

: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.1%	14.7%
3-月	1.9%	-6.0%
6-月	12.5%	-0.7%

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.gclnewenergy.com

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
太陽能業務	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,886)	(2,223)	(2,494)
毛利	1,571	2,653	4,042	4,663	5,268
行政費用	(371)	(460)	(623)	(689)	(776)
其他收益及費用	208	217	221	237	255
息稅前收益	1,408	2,410	3,641	4,212	4,746
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(1,831)	(2,000)	(2,072)
合資及聯營企業	1	5	10	10	10
其它	(175)	(119)	(60)	-	-
特殊項目	(169)	77	-	-	-
稅前利潤	99	941	1,760	2,222	2,684
所得稅	42	40	(38)	(103)	(191)
減：少數股東權益	6	9	130	157	184
永續債收益	5	131	131	131	131
淨利潤	130	841	1,469	1,824	2,169
核心淨利潤	299	764	1,469	1,824	2,169

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	30,739	44,713	50,217	55,049	58,858
物業、廠房及設備	26,755	38,104	45,880	50,200	53,777
預付租金	109	113	111	108	106
合資企業投資	42	63	68	72	77
預付款	3,372	5,519	3,777	4,286	4,517
其它非流動資產	460	813	281	281	281
流動資產	10,739	10,721	8,912	10,316	12,349
現金及現金等價物	3,826	4,197	1,871	2,399	3,925
應收賬款	3,386	4,228	5,682	6,559	7,066
存貨	-	-	-	-	-
關聯款項	20	207	56	56	56
其它流動資產	3,506	1,850	1,302	1,302	1,302
流動負債	18,017	20,026	18,058	18,960	19,806
應付賬款	11,394	10,851	7,712	7,496	7,461
關聯欠款	83	103	120	120	120
關聯借款	676	1,072	1,072	1,072	1,072
借貸	4,948	7,993	9,144	10,262	11,143
其他流動負債	916	7	10	10	10
非流動負債	17,041	26,612	30,675	34,028	36,672
借貸	17,012	26,365	30,648	34,002	36,645
遞延收入	-	212	7	7	7
遞延稅項	29	35	20	20	20
少數股東權益	47	1,309	1,439	1,596	1,780
永續債	1,800	1,866	1,866	1,866	1,866
淨資產淨額	6,373	7,487	8,956	10,781	12,949
股東權益	6,373	7,487	8,956	10,781	12,949

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	99	941	1,760	2,222	2,684
折舊和攤銷	724	1,092	1,636	1,905	2,124
運營資金變動	1,905	(3,518)	(1,739)	(1,602)	(773)
稅務開支	(69)	(12)	75	(103)	(191)
其它	(2,208)	3,351	(210)	(269)	(272)
經營活動所得現金淨額	450	1,854	1,522	2,152	3,573
資本開支	(13,538)	(12,244)	(9,413)	(6,227)	(5,703)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,714)	(13,354)	(9,413)	(6,227)	(5,703)
股份及永續債發行	3,801	273	(0)	0	(0)
淨借貸	8,958	12,795	5,434	4,471	3,525
股息	5	131	131	131	131
其它	(1,583)	(1,284)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1,583)	(1,284)	-	-	-
現金增加淨額	1,890	388	(2,326)	528	1,526
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	1,871	2,399
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,853	4,197	1,871	2,399	3,925
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
資產負債表現金	3,826	4,197	1,871	2,399	3,925

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
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	69.9	67.3	68.2	67.7	67.9
稅前利率	4.4	23.9	29.7	32.3	34.6
淨利潤率	5.8	21.3	24.8	26.5	27.9
有效稅率	(42.8)	(4.3)	2.2	4.6	7.1

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
平均營收周轉天數	415.2	415.0	426.4	459.7	456.9
平均存貨周轉天數	13.5	n/a	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	352.6	402.8	393.1	366.3	331.7
淨負債/股東權益比率 (%)	295.1	417.2	435.4	398.3	347.0

回報率 (%)

股本回報率	2.0	11.2	16.4	16.9	16.7
資產回報率	0.3	1.5	2.5	2.8	3.0

每股數據

每股盈利 (人民幣, 分)	0.7	4.4	7.7	9.6	11.4
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.24	0.29	0.37	0.47	0.58

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：香港中環花園道三號冠君大廈 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，本公司及其僱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责任。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。