

保利协鑫 (3800 HK, HK\$1.27 目标价: HK\$2.03, 买入) — 财务结构改善并获毛利扩张

- ❖ **收入规模保持同时毛利获得扩张。**保利协鑫于 15 年内成功出售非太阳能电站业务。在持续经营业务方面，15 年销售收入为人民币 217.7 亿元（下同），较我们的预期低 7%，主要因为光伏材料业务销售均价下跌超出预期；公司整体毛利率方面则按年上升 3.4 个百分点至 26.5%，显示了公司实现成功的生产成本控制。净利润则录得 24.3 亿元，其中含非光伏电站业务出售以及金山桥和解金所带来的一次性收益。
- ❖ **16 年光伏材料销售均价将获支持。**2015 年，多晶硅销售均价由 21.7 美元/公斤跌至 15.6 美元/公斤，跌幅达 28%，与此同时，硅片售价也从 0.215 美元/瓦下跌至 0.188 美元/瓦，跌幅为 12.6%。所幸公司年内将硅片销量提升 2GW，从而化解售价降低所带来不利影响。公司计划减少多晶硅外销比例，并将更多的产出转为内部硅片生产消化。在下游装机量保持火热的市场环境下，光伏材料价格自 15 年 3 季度起显示了反弹。我们将 16 年硅片均价预测调升 7.5%，自 0.186 美元/瓦提升至 0.2 美元/瓦，并预期光伏材料业务的毛利进一步扩张。
- ❖ **财务结构改善。**非光伏发电业务出售、金山桥和解金及 16 年 1 月供股所带来的现金收益使公司能够着力改善其财务结构。我们估算除协鑫新能源(451 HK, 无评级)以外业务，公司负债在 15 年减少了 18.32 亿，并且大部分来自于偿还公司此前的长期贷款。公司整体来看，净财务杠杆率则处于可控范围，尽管 15 年协鑫新能源带来了超过 110 亿人民币的新增负债。预期在供股后，净财务杠杆率将从 15 年末 174.7% 水平降至 124.3%。
- ❖ **协鑫新能源业绩反转仍然值得期待。**协鑫新能源 15 年业绩录得 1,500 万亏损。如果除去一次性损益，我们认为核心盈利仍有 2,700 万元。协鑫新能源在年内实现新增装机 1,024.5 兆瓦，并在 15 年底将累计并网容量 1.26 吉瓦实现并表。我们仍然对协鑫新能源在 16 年业绩实现强烈反转保持乐观。
- ❖ **提升目标价。**我们将多晶硅外销比例由 15% 调低至 5%，并将硅片平均售向上修正 7.5% 以反映销售组合变化以及偏紧的硅片市场销售环境。我们预期除协鑫新能源以外业务 16 年盈利将增长 25% 至 26.42 亿元，对应 9.1 倍 PE 为人民币 240.45 亿元。基于分类加总估值法，我们估测保利协鑫合理股价应为 2.03 港元。我们的目标价是 2.03 港元，意味相对现价存在 59.8% 的上涨空间。重申「买入」评级。

❖

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	21,523	21,766	25,060	28,004	29,957
净利润 (人民币百万)	1,549	2,425	3,620	5,091	5,696
每股收益 (人民币)	0.099	0.155	0.195	0.274	0.306
每股收益变动 (%)	N/A	57	26	41	12
市盈率(x)	10.8	6.9	5.5	3.9	3.5
市帐率(x)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
股息率 (%)	-	6.8	-	-	-
权益收益率 (%)	11	15	18	21	20
淨财务杠杆率 (%)	164%	145%	169%	165%	150%

来源:公司,招银国际预测

保利协鑫 (3800 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.27
目标价	HK\$2.03
市值 (港币百万)	20,818
过去 3 月平均交易 (港币百万)	124.8
52 周高/低 (港币)	2.47/1.06
发行股数 (百万)	15,621
主要股东	朱共山(32.4%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	7.6%	2.4%
3 月	8.5%	16.9%
6 月	-16.3%	-12.8%

来源:彭博

过去一年股价



来源: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	25,060	28,004	29,957
光伏材料	20,166	19,243	21,460	22,911	23,546
太陽能電站業務	545	554	541	536	532
新能源業務	812	1,970	3,059	4,557	5,879
銷售成本	(16,548)	(15,990)	(16,374)	(17,275)	(18,257)
毛利	4,975	5,776	8,686	10,730	11,700
銷售費用	(66)	(79)	(75)	(84)	(90)
行政費用	(1,439)	(1,581)	(1,804)	(1,876)	(2,007)
其它收益	407	(249)	472	543	594
息稅前收益	3,877	3,866	7,278	9,312	10,197
融資成本	(2,114)	(2,209)	(2,605)	(2,901)	(3,134)
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	4,634	6,371	7,023
已終止經營業務	230	489	-	-	-
所得稅	(291)	(530)	(880)	(1,147)	(1,194)
非控制股東權益	(159)	(302)	(133)	(133)	(133)
淨利潤	1,549	2,425	3,620	5,091	5,696
核心淨利潤	1,549	1,487	3,620	5,091	5,696

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

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	62,308	70,140	76,226
物業、廠房及設備	39,927	41,650	56,643	65,511	71,919
預付租金	1,399	1,102	1,079	1,057	1,035
無形資產	136	54	46	38	30
預付款	1,153	2,686	2,922	1,917	1,625
其它	1,314	1,145	1,618	1,618	1,618
流動資產	27,074	33,055	34,421	37,845	42,735
現金及現金等價物	13,678	16,876	17,786	19,407	23,587
應收貿易款項	10,775	14,368	15,086	16,698	17,359
存貨	2,457	1,387	1,456	1,647	1,695
關聯款項	99	52	52	52	52
其它	66	373	42	42	42
流動負債	37,932	40,993	46,736	51,226	54,939
應付貿易賬款	16,443	15,698	18,043	20,163	21,569
客戶預收款	768	479	537	573	589
借債	19,850	24,258	27,613	29,947	32,239
關聯款項	590	206	200	200	200
其它	281	352	343	343	343
非流動負債	16,227	21,138	27,880	30,894	32,932
客戶預收款	510	203	215	229	235
借債	14,826	20,310	27,096	30,095	32,127
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	1,838	1,971	2,104
淨資產總值	14,509	15,855	20,275	23,895	28,986
股東權益	14,509	15,854	20,275	23,895	28,986

来源：公司、招银国际预测

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	7,278	9,312	10,197
折舊和攤銷	2,558	2,867	3,267	3,913	4,425
運營資金變動	2,536	(1,588)	(617)	(1,680)	(583)
稅務開支	(453)	(530)	(880)	(1,147)	(1,194)
其它	(833)	(1,100)	(2,700)	(1,100)	(1,167)
經營活動所得淨現金流	7,685	3,516	6,347	9,299	11,678
購置固定資產	(5,440)	(9,665)	(18,260)	(12,780)	(10,833)
聯營公司	(45)	-	-	-	-
其它	(2,456)	3,264	(4,215)	(350)	(1,000)
投資活動所得現金淨額	(7,941)	(6,401)	(22,475)	(13,130)	(11,833)
股份發行	9	6	2,845	-	-
淨借貸	3,164	9,892	10,658	4,668	4,583
股息	-	1,120	-	-	-
其它	(3,401)	(1,823)	(4,122)	(438)	(1,000)
融資活動所得現金淨值	(228)	9,195	9,381	4,230	3,583
現金增加淨額	(484)	6,310	(6,747)	398	3,428
年初現金及現金等價物	4,850	4,362	10,260	3,513	3,911
匯兌	(4)	(412)	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,362	10,260	3,513	3,911	7,339
受限制現金	9,316	6,616	14,273	15,496	16,248
資產負債表現金	13,678	16,876	17,785	19,407	23,587

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	85.6	81.8	78.6
太陽能電站業務	2.5	2.5	2.2	1.9	1.8
新能源業務	3.8	9.1	12.2	16.3	19.6
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	34.7	38.3	39.1
稅前利率	8.2	12.7	18.5	22.8	23.4
淨利潤率	7.2	11.1	14.4	18.2	19.0
核心淨利潤率	7.2	6.8	14.4	18.2	19.0
有效稅率	16.5	19.1	19.0	18.0	17.0

資產負債比率

流動比率(x)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
平均應收賬款周轉天數	141.1	210.8	214.5	207.1	207.5
平均應付賬款周轉天數	181.3	366.8	376.1	403.6	417.2
平均存貨周轉天數	31.7	43.9	31.7	32.8	33.4
淨負債/股東權益比率(%)	144.7	174.7	182.1	170.1	140.7

回報率(%)

資本回報率	10.7	15.3	17.9	21.3	19.7
資產回報率	2.2	3.0	3.7	4.7	4.8

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.099	0.155	0.195	0.274	0.306
每股股息(港幣)	-	0.086	-	-	-
每股賬面價值(人民幣)	1.19	1.02	1.09	1.29	1.56

來源：公司、招銀國際預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。