

协鑫新能源(451 HK, HK\$0.41 目标价: HK\$0.60, 买入) — 上半年业绩带来惊喜

- ❖ **光伏发电业务表现超出预期。**协鑫新能源发布了中期业绩, 营收自去年同期的人民币 8.97 亿增长至 2016 上半年的人民币 16.71 亿元, 按年增长 86%。毛利则增长两倍, 自去年同期的人民币 2.59 亿增长至 2016 上半年的人民币 7.72 亿。净利润则由 15 年同期 0.71 亿增长至期内的 1.67 亿, 涨幅达 134%。业绩表现强劲增长主要归因于光伏发电业务有优异表现, 从新增装机容量、光伏利用小时、投资成本控制以及光伏电站维护, 各个环节的表现均优于我们此前预期。
- ❖ **电力销售增长 232%。**受到高装机容量增长支持, 公司的太阳能电力销售自 15 年上半年 352 吉瓦时增长至 16 年同期 1,169 千瓦时。管理层透露上半年光伏利用小时数高达 775 小时, 较公司项目测算水平高 4-5%。管理层也据此对 16 年全年利用小时目标订立为 1,375 小时, 颇具雄心, 也较我们预期的 1,285 小时更高。我们测算上半年有效利用容量为 1,508 吉瓦, 并预期强劲的增长势头在上半年高达 1.1 吉瓦的装机容量带动下仍将持续。截止至 6 月底, 公司的并网装机容量已达 2,182 兆瓦。
- ❖ **项目层面竞争加剧。**我们相信光伏下游生态正逐渐从资金驱动开始转向更多的以技术和管理为主要驱动。下游电站发展的新常态将更多的通过上网电价竞价来实现。对于部分领跑者项目, 协鑫新能源透露公司部分项目的报价折让较基准上网电价可低 30%, 但基于更低的每瓦建造成本以及更高的发电效率及管理, 公司可以维持 12% 以上的项目股权回报率。我们认为, 在协鑫集团对于整个光伏行业供应链的洞见, 并且协鑫新能源自身具备内部项目设计和开发的实力基础上, 协鑫新能源将会在竞争中获得领先优势。
- ❖ **提升目标价至 0.60 港元。**我们对公司预测进行了修正, 基于 1) 2016 年更高的装机容量增长; 2) 更高的光伏利用小时数; 3) 更低的项目开发成本; 以及 4) 对于未来电价更低的预期, 我们分别将 FY16E-FY18E 的净利预测调高 228%, 35% 和 14% 至人民币 3.81 亿, 8.48 亿以及 13.88 亿元。我们的 DCF 估值也随之更新, 并反映目前更低的市场风险溢价以及 beta 值。我们将目标价由 0.54 港元提升 11% 至 0.60 港元。维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	930	1,970	3,567	5,248	6,809
净利润 (百万元人民币)	(89)	(15)	381	848	1,388
每股收益 (人民币)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股收益变动 (%)	N/A	N/A	N/A	122	64
市盈率(x)	N/A	N/A	21.0	9.5	5.8
市帐率(x)	2.2	2.1	1.4	1.2	1.0
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
净财务杠杆率 (%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

来源: 公司及招银国际研究部

注: 并购以后, 协鑫新能源在 2014 年将财务年度由 3 月 31 日变更为 12 月 31 日。

协鑫新能源 (451 HK)

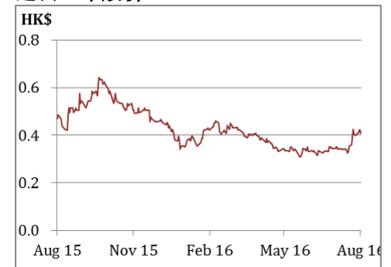
评级	买入
收市价	HK\$0.41
目标价	HK\$0.60
市值 (港币百万)	8,011
过去 3 月平均交易 (港币百万)	4.44
52 周高/低 (港币)	0.664/0.305
发行股数 (百万)	19,074
主要股东	保利协鑫(62.3%)
来源:	彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	21.7%	18.1%
3 月	25.4%	13.1%
6 月	0.0%	-17.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	930	1,970	3,567	5,248	6,809
太陽能業務	1	688	2,083	3,764	5,325
印刷電路板業務	930	1,282	1,484	1,484	1,484
銷售成本	(855)	(1,447)	(1,968)	(2,704)	(3,235)
毛利	75	523	1,598	2,544	3,574
銷售費用	(13)	(17)	(21)	(21)	(20)
行政費用	(147)	(359)	(464)	(420)	(477)
其他收益及費用	(22)	217	54	(7)	35
息稅前收益	(107)	363	1,167	2,096	3,112
融資成本淨額	(15)	(336)	(756)	(1,218)	(1,644)
合資及聯營企業	(1)	9	9	9	10
其它	45	29	-	-	-
特殊項目	-	(42)	-	-	-
稅前利潤	(77)	23	421	887	1,478
所得稅	(12)	(39)	(39)	(39)	(90)
少數股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
淨利潤	(89)	(15)	381	848	1,388
核心淨利潤	(89)	27	381	848	1,388

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）	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	6,202	16,947	32,557	43,361	52,469
物業、廠房及設備	5,269	14,194	30,130	40,619	49,689
預付租金	7	52	50	49	47
合資企業投資	42	68	77	86	95
預付款	842	2,355	2,020	2,326	2,357
其它非流動資產	41	278	281	281	281
流動資產	1,662	6,556	7,770	7,188	8,386
現金及現金等價物	598	1,965	2,577	1,119	2,013
應收賬款	451	3,151	3,670	4,546	4,849
存貨	138	167	165	165	165
關聯款項	36	56	56	56	56
其它流動資產	439	1,217	1,302	1,302	1,302
流動負債	4,008	12,858	20,469	19,063	21,349
應付賬款	2,874	7,100	9,773	7,331	6,774
關聯欠款	45	180	600	600	600
關聯借款	766	646	646	646	646
借貸	284	4,875	9,390	10,426	13,268
其他流動負債	39	58	60	60	60
非流動負債	1,568	8,202	15,081	25,862	32,493
借貸	1,549	8,173	15,054	25,835	32,467
遞延收入	7	7	7	7	7
遞延稅項	11	22	20	20	20
其它非流動負債	-	-	-	-	-
少數股東權益	0	1	1	1	1
淨資產淨額	2,288	2,441	4,776	5,624	7,011
股東權益	2,288	2,441	4,776	5,624	7,011

來源：公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A*	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	(107)	363	1,167	2,096	3,112
折舊和攤銷	80	384	684	1,301	1,726
運營資金變動	(110)	1,498	2,156	(3,319)	(859)
稅務開支	(12)	(21)	(39)	(39)	(90)
其它	(247)	(2,188)	(250)	(395)	(347)
經營活動所得現金淨額	(395)	35	3,718	(357)	3,542
資本開支	(3,631)	(9,366)	(16,280)	(11,254)	(10,078)
聯營公司	(8)	(26)	(9)	(9)	(9)
其它	1,068	211	(45)	(303)	(702)
投資活動所得現金淨額	(2,570)	(9,181)	(16,334)	(11,566)	(10,789)
股份發行	1,874	-	1,935	-	-
淨借貸	1,647	11,095	11,396	11,817	9,474
股息	-	-	-	-	-
其它	10	(616)	(103)	(1,353)	(1,332)
融資活動所得現金淨額	3,530	10,479	13,228	10,464	8,142
現金增加淨額	565	1,334	612	(1,458)	895
年初現金及現金等價物	36	598	1,965	2,577	1,119
匯兌	(3)	33	-	-	-
年末現金及現金等價物	598	1,965	2,577	1,119	2,013
受限制現金	448	952	1,130	1,130	1,130
資產負債表現金	1,047	2,917	3,707	2,249	3,143

来源：公司及招銀国际研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY14A*	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
太陽能業務	0.1	34.9	58.4	71.7	78.2
印刷電路板業務	99.9	65.1	41.6	28.3	21.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.1	26.5	44.8	48.5	52.5
稅前利率	(8.3)	1.2	11.8	16.9	21.7
淨利潤率	(9.6)	(0.8)	10.7	16.2	20.4
有效稅率	N/A	166.3	9.3	4.4	6.1

Balance sheet ratios

流動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
平均營收周轉天數	N/A	232.7	261.1	266.2	257.7
平均存貨周轉天數	N/A	28.2	17.0	11.5	8.8
債務/股本比率 (%)	113.6	560.8	525.3	656.2	661.4
淨負債/股東權益比率 (%)	87.4	480.5	471.4	636.4	632.8

回報率 (%)

股本回報率	(3.9)	(0.6)	8.0	15.1	19.8
資產回報率	(1.1)	(0.1)	0.9	1.7	2.3

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	(0.71)	(0.11)	2.00	4.44	7.28
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

来源:公司及招銀國際研究部預測

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。

招銀证券投资评级

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个月的潜在变幅在-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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀證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。招銀證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銀證券编写,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責任。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。招銀證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責任。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,请与我们联系。

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,未经招銀證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国投资者

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其他人。