

协鑫新能源 (451 HK)

新一轮融资支持未来增长

❖ **与太平达成 80 亿港元合作。**协鑫新能源宣布与太平金控(太平)达成总额达 80 亿港元的股权合作协议。根据管理层透露,与太平合作将分为两期:1) 太平将以公告前 10 个交易日均价折让 10% 价格认购协鑫新能源股份新股,认购数量不超过公司扩大后总股本的 30%; 2) 余下的部分将以可转债投资方式进行,具体的时间和条款有待公司方面进一步披露。管理层预期第一期新股配售将于 2018 年初完成,并且有关的款项将来自太平的海外平台。基于太平将持有公司扩大后总股本的 30% 进行测算,我们预期配售新股数量约为 81 亿股,募集资金将超过 42 亿港元(每股 0.5274 港元)。配售进行后,保利协鑫(3800 HK)对协鑫新能源持股将从 62.3% 稀释至 43.6%。

❖ **持续推进轻资产发展策略。**尽管实现了较大金额的股权融资,管理层仍然计划维持推进资产出表的有关安排。在太平协议宣布后,公司随即宣布订立总金额为 10 亿人民币的合伙协议,以劣后级有限合伙人身份出资人民币 1.5 亿元。其它合伙人包括国元证券(000728 CH, 优先级, 出资 7.0 亿人民币), 北控清洁能源(1250 HK, 劣后级, 出资 1.5 亿元人民币)。我们预期该合伙人计划最多将能够承载 625 兆瓦的光伏电站资产,并且该计划将给予协鑫新能源在实现资产出表的过程种有更多的灵活性。

❖ **子公司层面引入战略投资。**在连日多项融资公布后,公司进一步宣布作价 15 亿人民币出售全资子公司苏州协鑫新能源 7.18% 股权予苏民睿能,一家私募股权投资基金。协鑫集团持有私募基金 11.63% 股权,并且苏州协鑫新能源持有目前公司所有在运以及开发中的光伏电站项目。基于初步的交易信息,此次交易对苏州协鑫新能源估值为人民币 208.9 亿元,明显高出目前上市公司估值。我们判断这是由于苏州公司上层公司持有协鑫新能源部分债务。我们预期这笔交易将有一定溢价,并因少数股东权益分派,将对公司的公众股东收益带来超过 7.2% 净利影响。

❖ **提升目标价至 0.84 港元。**基于我们对近期公告影响的分析和判断,我们预期新增股本资金以及后续的融资计划不仅能够增强公司的资产负债表以实现进一步项目扩张,还能够显著降低公司目前的融资成本。我们将公司 2017/18/19 年的净利预测分别调整 1.7/-4.5/-2.8% 至人民币 10.6/14.3/17.4 亿元。尽管股权融资及少数股东权益分配增加使净利和每股盈利带来影响,我们认为未来净利润增速将抵消并超越这些影响。我们的 DCF 模型预测每股目标价 0.84 港元,对应 2018 年预测市盈率 13.8 倍, **维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	688	2,246	4,123	5,777	7,171
净利润(百万人民币)	(15)	129	1,062	1,403	1,738
EPS(人民币, 分)	(0.11)	0.70	5.57	5.15	6.38
EPS 变动 (%)	N/A	N/A	695	(8)	24
市盈率(x)	N/A	75.2	9.5	10.2	8.3
市帐率(x)	3.0	2.2	1.6	1.2	1.1
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	(0.6)	2.9	17.1	11.8	12.7
净财务杠杆率 (%)	480	295	372	264	274

资料来源:公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$0.84
(此前目标价)	HK\$0.60
潜在升幅	+21.4%
当前股价	HK\$0.69

萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	13,160
3 月平均流通量(百万港元)	25.2
52 周内股价高/低(港元)	0.69/0.33
总股本(百万)	19,074

资料来源:彭博

股东结构

保利协鑫	62.3%
------	-------

: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.7%	6.3%
3-月	45.9%	33.8%
6-月	74.6%	48.0%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.gclnewenergy.com

❖ 影响分析：补足弹药以展宏图。我们对公司近期密集的交易及融资公告作以下分析：

- 1 我们认为太平金控对公司的第一期股权认购将会是保险资金第一次大规模投资光伏下游，将使市场对于下游光伏电站运营商的行业前景及信息明显增强；
- 2 我们预期太平入股将改善协鑫新能源的公司治理结构；
- 3 协鑫新能源已构筑了多层次的融资渠道：1) 项目层面通过银行贷款和融资租赁，2) 多种基金方式实现轻资产运营，3) 子公司层面的股权合作，4) 上市公司层面的股权合作，以及 5) 通过境内及海外平台实现债务融资；
- 4 在苏民睿能对苏州协鑫新能源入股后，我们测算 2017 年负债率率将被良好控制，净债务对总权益比将从 2017 年中的 315% 轻微上升至年末的 332%。对 2018 及 2019 年，在太平入股实现后，我们测算净负债对总权益比将进一步分别改善至 244% 及 253%，即便公司保持每年 2 吉瓦的新增装机速度。
- 5 2018/19 年归属股东净利润将较我们此前的预期分别调低 4.1% 及 2.8%，基于苏民睿能入股后，我们预期少数股东权益分派增加将产生 8% 的净利润影响。受增发带来的股权稀释效应，我们预期每股盈利受到影响较大。我们将 2018/19 年每股盈利预测分别下调 32.8% 及 31.9%。
- 6 我们认为协鑫新能源目前有非常丰沛的资金支持以实现未来极具雄心的扩张计划。我们将 2018/19 年的装机规模自 1.8 吉瓦扩张至 2 吉瓦。

图 1：对太平的第一期股权合作信息汇总及测算

股东	交易前持股		配售数量*	价格	交易后持股	
	数量(百万)	%	数量(百万)	港元/每股	数量(百万)	%
保利协鑫	11,879	62.28%			11,879	43.6%
太平	-	-	8,174	0.5274	8,174	30.0%
其它公众股东	7,195	37.72%			7,195	26.4%
合计/融资金额	19,074	100%	港元4311.2百万		27,248	100%

资料来源：公司公告，招银国际预测

图 2：公司 2017 年以来融资租赁信息汇总及测算

项目名称	融资租赁融资金额 (人民币, 百万)	租赁年期	支付频率	利率	宣布日期
汾西	500	10	季度	7.50%	2017/11/21
美国	94 百万美元	14	季度	n/a	2017/11/16
华容协鑫	555	8	季度	6.60%	2017/10/23
徐州鑫辉	106	8	季度	7.21%	2017/7/27
神木平元； 神木平西； 靖边	825	10	半年度	6.75%	2017/7/21
阜宁	98	10	半年度	6.88%	2017/6/30
灌云	62	10	半年度	6.88%	2017/6/30
涟水	84	8	季度	6.69%	2017/6/30
榆林	480	10	季度	7.19%	2017/6/21
海丰 III	207	9.5	季度	7.87%	2017/5/27
遂溪	200	8	季度	6.92%	2017/5/19
林州 II	70	12	季度	4.73%	2017/5/19
林州 I	220	12	季度	4.33%	2017/4/26
镇江鑫利	80	8	季度	6.83%	2017/2/17
汝州	439	8	季度	6.64%	2017/1/19
合计	4,544				

资料来源：招银国际根据公司资料汇总及测算

注：区别于公司公布的融资租赁利率，我们测算的融资租赁利率测算已纳入管理费用在内

图 3：净利预测调整

	原预测			更新后预测			变化(%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019			
新增装机 (兆瓦)	2,000	1,800	1,800	2,100	2,000	2,000	5.0%	11.1%	11.1%
发电量 (吉瓦时)	5,106	7,334	9,423	5,147	7,456	9,549	0.8%	1.7%	1.3%
销售收入 (百万人民币)	4,100	5,691	7,083	4,123	5,777	7,171	0.6%	1.5%	1.2%
净利润 (百万人民币)	1,044	1,462	1,788	1,062	1,403	1,738	1.7%	-4.1%	-2.8%
每股净利润 (人民币)	0.05	0.08	0.09	0.06	0.05	0.06	1.7%	-32.8%	-31.9%

资料来源：招银国际预测

图 4：我们对协鑫新能源的 DCF 估值

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
并网容量(兆瓦)	6,936	8,736	10,536	11,589	12,748	14,023	15,425	16,968	18,664	20,531	22,584	24,842	27,326
装机增长 (%)	32%	26%	21%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
当年新增并网装机(兆瓦)	1,665	1,800	1,800	1,054	1,159	1,275	1,402	1,543	1,697	1,866	2,053	2,258	2,484
收入 (百万人民币)	5,777	7,171	8,736	9,515	10,186	10,910	11,690	12,531	13,438	14,415	15,469	16,605	17,829
收入增长	40%	24%	22%	9%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
息税前利润 (百万人民币)	3,575	4,382	5,269	5,899	6,315	6,764	7,248	7,769	8,331	8,937	9,591	10,295	11,054
息税前利润率	62%	61%	60%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
税率	2%	5%	7%	9%	11%	14%	16%	17%	18%	18%	18%	18%	18%
折旧 (百万人民币)	1,498	1,885	2,341	2,664	2,852	3,055	3,273	3,509	3,763	4,036	4,331	4,649	4,992
资本开支 (百万人民币)	(11,251)	(10,438)	(9,707)	(5,468)	(5,781)	(6,111)	(6,460)	(6,828)	(7,218)	(7,630)	(8,066)	(8,527)	(9,014)
每瓦资本开支	6.09	5.65	5.36	5.15	4.95	4.76	4.57	4.40	4.22	4.06	3.90	3.75	3.60
新增运营资本	(2,474)	495	(1,403)	(325)	(280)	(302)	(325)	(350)	(378)	(407)	(439)	(473)	(510)
自由现金流	(8,730)	(3,879)	(3,872)	2,261	2,430	2,454	2,583	2,776	3,008	3,319	3,682	4,082	4,522
折现年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
折现系数	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.68	0.64	0.60	0.56	0.52	0.49	0.46	0.43
折现自由现金流	(8,184)	(3,409)	(3,190)	1,746	1,759	1,666	1,643	1,656	1,682	1,740	1,809	1,880	1,953

终值	126,855
永续增长率	3.0%
终值企业价值/息税折旧前利润 (EV/EBITDA)	7.91

估值 (百万人民币)	加权平均资本成本
终值	126,855
永续增长率	3.0%
终值企业价值/息税折旧前利润	7.91
折现自由现金流合计	2,751
折现终值	54,784
公司价值	57,535
折现自由现金流百分比(%)	5%
折现终值百分比(%)	95%
加：现金	8,104
减：有息负债	(43,150)
非控股权益	(1,291)
永续中期票据	(1,800)
股权价值 - (百万人民币)	19,398
股票公允值 (人民币)	0.71
股票公允价值(港元)	0.84

资料来源：招银国际预测

图 5：我们的目标价对应 2018 年预测市盈率 13.8 倍

估值参考	2017E	2018E	2019E
每股盈利 (人民币)	0.056	0.051	0.064
对应市盈率	12.79	13.83	11.16
每股净资产 (人民币)	0.33	0.44	0.50
对应市净率	2.57	1.91	1.67

资料来源：招银国际预测

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	4,123	5,777	7,171
太陽能業務	688	2,246	4,123	5,777	7,171
銷售成本	(192)	(676)	(1,169)	(1,757)	(2,223)
毛利	496	1,571	2,954	4,019	4,948
行政費用	(283)	(371)	(412)	(578)	(717)
其他收益及費用	145	182	111	133	152
息稅前收益	359	1,382	2,653	3,575	4,382
融資成本淨額	(314)	(940)	(1,395)	(1,853)	(2,264)
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	1,214	1,701	2,129
所得稅	(6)	42	(17)	(37)	(99)
少數股東權益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
淨利潤	(15)	129	1,060	1,528	1,893
核心淨利潤	76	299	1,060	1,528	1,893

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	16,947	30,739	43,123	52,873	60,583
物業、廠房及設備	14,194	26,755	39,829	49,586	58,142
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	2,864	2,860	2,017
其它非流動資產	278	460	281	281	281
流動資產	6,556	10,739	9,300	13,750	15,948
現金及現金等價物	1,965	3,826	2,074	5,460	7,842
應收賬款	3,151	3,386	5,868	6,932	6,748
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	18,207	18,748	19,924
應付帳款	7,100	11,394	11,321	9,908	9,376
關聯欠款	180	83	150	150	150
關聯借款	646	676	676	676	676
借貸	4,875	4,948	6,000	7,954	9,662
其他流動負債	58	916	60	60	60
非流動負債	8,202	17,041	26,731	34,546	41,380
借貸	8,173	17,012	26,704	34,520	41,353
遞延收入	7	-	7	7	7
遞延稅項	22	29	20	20	20
少數股東權益	1	47	52	58	63
永續債	-	1,800	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,441	6,373	7,433	13,271	15,164
股東權益	2,441	6,373	7,433	13,271	15,164

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	(8)	99	1,214	1,701	2,129
折舊和攤銷	384	724	1,019	1,498	1,885
運營資金變動	(521)	1,905	(920)	(2,474)	495
稅務開支	12	(69)	95	(37)	(99)
其它	169	(2,208)	96	-	-
經營活動所得現金淨額	35	450	1,503	689	4,410
資本開支	(9,379)	(13,538)	(13,869)	(11,251)	(10,438)
其它	198	3,824	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,181)	(9,714)	(13,869)	(11,251)	(10,438)
股份及永續債發行	167	3,802	(0)	4,311	0
淨借貸	11,094	8,958	10,744	9,770	8,541
股息	-	(5)	(131)	(131)	(131)
其它	(782)	(1,574)	(27)	-	-
融資活動所得現金淨額	(782)	(1,574)	(27)	-	-
現金增加淨額	1,334	1,890	(1,779)	3,387	2,382
年初現金及現金等價物	598	1,965	3,853	2,074	5,460
匯兌變化	33	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,965	3,853	2,074	5,460	7,842
隨資產出售現金	-	27	-	-	-
資產負債表現金	1,965	3,826	2,074	5,460	7,842

來源：公司、招銀國際預測

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	71.6	69.6	69.0
稅前利率	(1.2)	4.4	29.4	29.4	29.7
淨利潤率	(2.1)	5.8	25.7	26.4	26.4
有效稅率	(73.8)	(42.8)	1.4	2.2	4.7

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4
平均營收周轉天數	232.7	246.6	375.0	380.0	335.0
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	446.0	323.7	339.5
淨負債/股東權益比率(%)	480.5	295.1	421.2	284.0	289.2

回報率(%)

股本回報率	(0.6)	2.0	14.3	11.5	12.5
資產回報率	(0.1)	0.3	2.0	2.3	2.5

每股數據

每股盈利（人民幣，分）	(0.1)	0.7	5.6	5.6	6.9
每股股息（人民幣）	-	-	-	-	-
每股淨值（人民幣）	0.18	0.24	0.30	0.60	0.70

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之分析员，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：香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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上责任。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任何其他人士。