

協鑫新能源 (451 HK)

市場對光伏新政反應過度恐慌

- ❖ **市場對政策衝擊反應過度。** 我們認為中國政府針對光伏展業的政策收緊主要著眼於控制補貼擴張。基於上述理解，我們相信光伏新政所帶來的需求斷崖將主要作用於光伏製造端，而對於下游光伏電站運營商來說影響較為有限，主要因 1) 我們認為存量項目的正常運營將不受影響，但 2) 新專案的開發將受到政策調控所抑制。按照目前每股 0.34 港元，協鑫新能源的交易估值僅分別為 2018 年 3.8 倍預測市盈率和 0.7 倍預測市淨率。我們相信市場對於政策過度恐慌。基於 1) 調整後的盈利展望，以及 2) 針對疲弱的市場情緒對我們的 DCF 估值市價 20% 的估值折扣，我們對協鑫新能源的目標價下調 42% 至每股 0.47 港元。即便如此，我們的目標價對應現價仍有 38.2% 的上行空間。我們重申買入評級。
- ❖ **存量產能盈利能力不受影響。** 根據中國政府 531 光伏新政措施，除領跑者和扶貧專案外，將暫停新的光伏電站產能（含分散式）擴張，此外，我們預計未來的新建地面電站項目將不再繼續享受國家級補貼。基於上述原因，我們認為協鑫新能源的新增裝機步伐將明顯放緩。儘管如此，對於存量項目而言，因存量項目電價並無調整，我們認為盈利水準將不受影響。我們將公司 2018，2019 年新增裝機量自 1.2 吉瓦下調至 700 兆瓦。展望短期產能增長，我們預計新項目開發將側重於海外市場，直到國內市場專案回報恢復吸引（每瓦資本開支低於人民幣 4 元）。
- ❖ **財務健康水準將是實現價值重估的關鍵。** 光伏新政所帶來的負面情緒已引發市場對於光伏企業能否持續獲得融資的擔憂。幸運的是，協鑫新能源在 18 年前五個月通過融資租賃籌集 15 億人民幣，發行有限票據融資 5 億美元，以及獲得 7 千 5 百萬銀團貸款，所有融資均為長期負債。公司計畫將募得資金用於置換短期債務。此外公司仍握有綠債發行許可。除資金籌集以外，我們預計補貼款的逐步回收也有望緩解公司的偏緊的現金需求。公司於 2017 年末持有人民幣 42 億元補貼應收，基於非常保守的假設，我們預計公司在 2018 年內能夠有效回收人民幣 14 億元。預料到 2018 年底補貼應收款將滾存至 61 億元。我們的測算顯示，協鑫新能源的現金水準能夠維持公司的正常運營，同時預料第七批補貼的發放將可對公司的財務健康形成明顯改善。
- ❖ **調整盈利預測。** 基於 1) 調整後的新增產能步伐，2) 更為迅猛的電價下調，以及 3) 未來較低的項目投資回報，我們將公司的盈利預測自人民幣 14.7/18.2/21.7 億分別下調 6.1/17.3/28.6% 至人民幣 13.8/15.1/15.5 億元。
- ❖ **主要風險：** 1) 進一步政策衝擊，2) 潛在股權融資將帶來股本稀釋，以及 3) 補貼拖欠較預期週期更長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	2,246	3,942	5,730	6,170	6,487
淨利潤 (百萬人民幣)	130	841	1,379	1,509	1,548
EPS (人民幣, 分)	0.70	4.41	7.23	7.91	8.12
EPS 變動 (%)	N/A	530	64	9	3
市盈率(x)	38.7	6.2	3.8	3.4	3.3
市帳率(x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	2.9	15.0	19.7	17.7	15.4
淨財務杠杆率 (%)	295	417	420	378	336

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$0.47
(此前目標價)	HK\$0.81
潛在升幅	+38.2%
當前股價	HK\$0.34

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)	6,485
3 月平均流通量(百萬港元)	7.81
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%
朱共山	10.0%
流通股	27.7%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-22.5%	-18.1%
3-月	-26.6%	-22.0%
6-月	-39.5%	-38.2%

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.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	5,730	6,170	6,487
太陽能業務	2,246	3,942	5,730	6,170	6,487
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,859)	(2,073)	(2,237)
毛利	1,571	2,653	3,871	4,097	4,251
行政費用	(371)	(460)	(602)	(617)	(649)
其他收益及費用	208	217	217	231	245
息稅前收益	1,408	2,410	3,486	3,711	3,847
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(1,777)	(1,852)	(1,891)
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	1,659	1,870	1,966
所得稅	42	40	(36)	(87)	(140)
減：少數股東權益	6	9	123	133	136
永續債收益	5	131	131	131	131
淨利潤	130	841	1,379	1,509	1,548
核心淨利潤	299	764	1,379	1,509	1,548

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	46,807	49,642	53,469
物業、廠房及設備	26,755	38,104	43,077	44,939	48,729
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	3,170	4,140	4,175
其它非流動資產	460	813	281	281	281
流動資產	10,739	10,721	8,183	9,606	12,505
現金及現金等價物	3,826	4,197	1,361	1,986	4,681
應收賬款	3,386	4,228	5,464	6,262	6,466
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	11,856	12,255	14,301
應付帳款	11,394	10,851	5,936	5,944	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	4,718	5,109	5,638
其他流動負債	916	7	10	10	10
非流動負債	17,041	26,612	32,837	35,054	38,050
借貸	17,012	26,365	32,810	35,027	38,023
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	1,432	1,565	1,700
永續債	1,800	1,866	1,866	1,866	1,866
淨資產淨額	4,573	5,621	7,000	8,508	10,057
股東權益	4,573	5,621	7,000	8,509	10,057

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	1,659	1,870	1,966
折舊和攤銷	724	1,092	1,608	1,775	1,911
運營資金變動	1,905	(3,518)	(2,690)	(1,760)	1,278
稅務開支	(69)	(12)	77	(87)	(140)
其它	(2,208)	3,351	54	(10)	(11)
經營活動所得現金淨額	450	1,854	708	1,789	5,004
資本開支	(13,538)	(12,244)	(6,583)	(3,640)	(5,703)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,714)	(13,354)	(6,583)	(3,640)	(5,703)
股份及永續債發行	3,801	273	-	-	-
淨借貸	8,958	12,795	3,170	2,608	3,525
股息	(5)	(131)	(131)	(131)	(131)
其它	(1,573)	(1,021)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	11,155	11,888	3,039	2,477	3,393
現金增加淨額	1,890	388	(2,836)	625	2,695
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	1,361	1,986
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,853	4,197	1,361	1,986	4,681
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
資產負債表現金	3,826	4,197	1,361	1,986	4,681

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	67.6	66.4	65.5
稅前利率	4.4	23.9	29.0	30.3	30.3
淨利潤率	5.8	21.3	24.1	24.5	23.9
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	0.7	0.8	0.9
速動比率 (x)	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
平均營收周轉天數	415.2	415.0	434.4	493.6	507.7
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	374.9	345.2	328.4
淨負債/股東權益比率 (%)	295.1	417.2	420.0	378.1	335.9

回報率 (%)

股本回報率	2.9	15.0	19.7	17.7	15.4
資產回報率	0.3	1.5	2.5	2.5	2.3

每股數據

每股盈利 (人民幣, 分)	0.7	4.4	7.2	7.9	8.1
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.24	0.29	0.37	0.45	0.53

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。