

保利協鑫 (3800 HK, HK\$1.11 目標價: HK\$1.45, 買入) — 尋求進一步空間進行成本縮減

❖ **淨利潤增長 113.7%**。保利協鑫發佈了中期業績。上半年收入自 15 年同期人民幣 102.2 億增長至人民幣 131.6 億，按年增長 28.7%。銷售增長來源於兩個方面，1) 矽片銷量按年增加 25.7% 至 8.88 吉瓦，同期矽片銷售均價下跌 4.1% 至 0.187 美元/瓦；2) 新能源業務持續快速擴張。同期毛利潤增長 7.4 個百分點，自 25.5% 上升至 32.9%，顯示出公司卓越的成本控制。淨利潤則自人民幣 6.52 億強勁增長至人民幣 13.93 億，按年增長 113.7%。公司期內計提了人民幣 4.45 億的實驗設備折舊損失，同時管理層表示因超產能負荷產出，期內實施了一次性加速折舊，我們測算加速折舊額約為人民幣 2 億元。

❖ **市場對銷售均價表示擔憂**。儘管搶裝結束後，矽片現貨價格自 5 月起大幅下跌，管理層仍然維持全年 17GW 矽片銷售量目標。根據彭博資料，近期矽片價格自 6 月份起由 0.84 美元/瓦水準快速下跌至 0.70 美元/瓦水準，已下跌了 18%。市場目前對於保利協鑫的矽片定價表示擔憂，4 季度能否實現需求和價格回暖是下半年業績表現額關鍵。我們通過不同的情景分析，並以基準假設下矽片全年的平均銷售價位 0.176 美元/瓦，較我們此前的預測低 11.9%。

❖ **SunEdison 收購：意在進一步縮減成本**。保利協鑫於中報後發佈了對 SunEdison 旗下矽片產能的收購協議。SunEdison 資產包中包含了對 FBR 連續顆粒多晶矽生產的以及第五代 CZZ 晶體直拉技術，交易兌價為 1.5 億美元，其中資產包不含現金及負債。我們相信該收購將在長期巩固保利協鑫的成本領先優勢，但短期來看或顯示公司 FBR 產能擴大遇到了一定問題，並導致產量無法短期內實現快速擴大。由於目前對交易具體專案和內容資訊不足，我們暫且未將交易對公司帶來的影響置入我們的模型預測當中。

❖ **目標價自 2.03 港元調降至 1.54 港元**。有鑒於技術和市場的不確定性，我們將 1) 矽片業務的全年銷售均價調低 11.9%，2) 同步放慢 FBR 產能擴張節奏。我們對 16-18 年的淨利潤預測也因此分別調低 37.5%、36.3% 以及 34.7% 至人民幣 22.65 億，32.42 億以及 37.15 億元。基於我們更新後的分類加總估值，對除協鑫新能源以外業務估值為 9 倍 16 年預測市盈率，得到保利協鑫每股價值為 1.45 港元，對現價意味 30.6% 增長空間。**重申「買入」評級**。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	21,523	21,766	25,060	28,004	29,957
淨利潤 (人民幣百萬)	1,549	2,425	3,620	5,091	5,696
每股收益 (人民幣)	0.099	0.155	0.195	0.274	0.306
每股收益變動 (%)	N/A	57	26	41	12
市盈率(x)	10.8	6.9	5.5	3.9	3.5
市帳率(x)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
股息率 (%)	-	6.8	-	-	-
權益收益率 (%)	11	15	18	21	20
淨財務槓桿率 (%)	164%	145%	169%	165%	150%

來源: 公司, 招銀國際預測

保利協鑫 (3800 HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.11
目標價	HK\$1.45
市值 (港幣百萬)	20,632
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	70.53
52 周高/低 (港幣)	1.7/0.91
發行股數 (百萬)	18,588
主要股東	朱共山(32.4%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.7%	1.0%
3 月	0.9%	-9.1%
6 月	-5.1%	-19.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 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	23,960	25,757	27,496
光伏材料	20,166	19,243	19,844	19,964	20,147
太陽能電池業務	545	554	550	545	541
新能源業務	812	1,970	3,567	5,248	6,809
銷售成本	(16,548)	(15,990)	(16,117)	(17,221)	(17,772)
毛利	4,975	5,776	7,843	8,537	9,724
銷售費用	(66)	(79)	(81)	(88)	(93)
行政費用	(1,439)	(1,581)	(1,725)	(1,726)	(1,842)
其它收益	407	(249)	(246)	619	700
息稅前收益	3,877	3,866	5,790	7,342	8,488
融資成本	(2,114)	(2,209)	(2,493)	(2,837)	(3,222)
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	3,258	4,465	5,226
已終止經營業務	230	489	-	-	-
所得稅	(291)	(530)	(749)	(804)	(888)
非控制股東權益	(159)	(302)	(244)	(420)	(623)
淨利潤	1,549	2,425	2,265	3,242	3,715
核心淨利潤	1,549	1,487	2,265	3,242	3,715

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

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	63,231	74,665	84,266
物業、廠房及設備	39,927	41,650	58,007	69,151	78,642
預付租金	1,399	1,102	802	502	202
無形資產	136	54	53	52	50
預付款	1,153	2,686	3,062	3,557	3,841
其它	1,314	1,145	1,306	1,403	1,531
流動資產	27,074	33,055	35,315	37,609	42,298
現金及現金等價物	13,678	16,876	18,033	19,352	23,557
應收貿易款項	10,775	14,368	15,294	16,237	16,641
存貨	2,457	1,387	1,901	1,941	2,027
關聯款項	99	52	52	52	52
其它	66	373	35	28	21
流動負債	37,932	40,993	41,916	44,822	48,210
應付貿易賬款	16,443	15,698	18,950	16,560	16,084
客戶預收款	768	479	485	488	492
借債	19,850	24,258	21,928	27,217	30,116
關聯款項	590	206	200	200	200
其它	281	352	353	358	1,318
非流動負債	16,227	21,138	33,446	40,607	47,172
客戶預收款	510	203	340	342	345
借債	14,826	20,310	32,536	39,695	46,257
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	1,949	2,369	2,992
淨資產總值	14,509	15,855	21,234	24,476	28,191
股東權益	14,509	15,854	21,234	24,476	28,191

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	3,877	3,866	5,790	7,342	8,488
折舊和攤銷	2,941	3,247	3,723	3,910	4,388
運營資金變動	2,536	(1,588)	(1,520)	(932)	(376)
稅務開支	506	748	(749)	(804)	(888)
其它	(2,937)	(3,055)	(2,500)	(3,065)	(3,023)
經營活動所得淨現金流	6,923	3,218	4,744	6,451	8,588
購置固定資產	(4,914)	(9,297)	(20,280)	(15,254)	(14,078)
聯營公司	(31)	(119)	-	-	-
其它	(2,137)	2,010	2,150	(2,237)	(1,023)
投資活動所得現金淨額	(7,082)	(7,405)	(18,130)	(17,491)	(15,101)
股份發行	7	0	2,845	-	-
淨借貸	1,731	9,892	10,252	11,729	10,670
股息	-	1,120	-	-	-
其它	(2,018)	(1,071)	1,911	(637)	(1,104)
融資活動所得現金淨值	(280)	9,941	15,008	11,092	9,566
現金增加淨額	(439)	5,754	1,622	52	3,053
年初現金及現金等價物	4,850	4,362	10,341	12,113	12,165
匯兌	(50)	225	150	-	-
年末現金及現金等價物	4,362	10,341	12,113	12,165	15,218
受限制現金	9,316	6,535	5,921	7,187	8,340
資產負債表現金	13,678	16,876	18,033	19,352	23,557

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	82.8	77.5	73.3
太陽能電站業務	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0
新能源業務	3.8	9.1	14.9	20.4	24.8
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	32.7	33.1	35.4
稅前利率	8.2	12.7	13.6	17.3	19.0
淨利潤率	7.2	11.1	9.5	12.6	13.5
核心淨利潤率	7.2	6.8	9.5	12.6	13.5
有效稅率	16.5	19.1	23.0	18.0	17.0

資產負債比率

流動比率(x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
平均應收賬款周轉天數	141.1	210.8	225.9	223.4	218.2
平均應付帳款周轉天數	181.3	366.8	392.3	376.3	335.2
平均存貨周轉天數	31.7	43.9	37.2	40.7	40.7
淨負債/股東權益比率(%)	144.7	174.7	171.6	194.3	187.4

回報率(%)

資本回報率	10.7	15.3	10.7	13.2	13.2
資產回報率	2.2	3.0	2.3	2.9	2.9

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.099	0.155	0.122	0.174	0.200
每股股息(港幣)	-	0.086	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	1.19	1.02	1.14	1.32	1.52

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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責任。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。