

**順風光電 (1165 HK, 0.465 港元, 未評級) - 高端產品幫助減輕毛利壓力**

- ❖ **中期業績已上正軌。**順風 2011 年中期業績顯示半年營收增長超過三倍，從人民幣 2.59 億升至人民幣 10.69 億，因出貨量顯著改善。出貨量從 2010 年上半年的 30.7MW 升至今年上半年的 156.2MW，同比增長 409%。毛利率由一年前的 25.9% 大幅削弱至今年上半年的 12.5%，因太陽能電池售價下滑。淨利達到人民幣 8,580 萬，比去年同期增長 95%。不派發中期股息。
- ❖ **市場狀況依然困難。**自 2Q11 以來，太陽能行業一直深受結構性供過於求問題的影響。太陽能產業鏈裡的不同環節面臨著不同程度的困難。中游電池和模組行業面臨著嚴峻考驗，售價低迷和毛利率受壓。另一方面，上游的多晶矽生產及下游系統集成商仍然能適應激烈的市場變化。然而多晶矽產能在未來 12 個月將大幅增加，因此我們預計多晶矽價格也將快速下降。像順風等中游電池和模組製造商將贏得時間和空間去穩定他們的毛利率。
- ❖ **順風產品屬高端類別。**我們相信順風產品的售價下滑將低於行業平均水準，因為該公司專注於生產高品質的 156x156 單晶矽電池。在今年第四季順風的單晶電池轉換效率將達到 18% 以上，這將分別高於 17.5% 和 16.0% 的行業平均單晶和多晶效率。我們預計 11 和 12 財年的毛利率將分別為 11.1% 和 10.2%。
- ❖ **垂直整合和擴容計劃可能延遲。**順風計畫在 2012 年前將太陽能電池產能提升到 900MW。公司另有垂直整合計劃去建設矽片和模組生產線。然而擴容計劃可能需要擱置，直至整體太陽能市場出現好轉。我們相信如順風在現在的大環境下暫停其擴張計劃，從而避免過高的負債比率，這將是正確的策略。
- ❖ **我們預測 2011-12 財年淨利將分別達人民幣 1.49 億及人民幣 1.68 億。**我們相信市場將淘汰低效能電池製造商，太陽能電池市場的結構性問題將在明年第二或第三季獲得解決。屆時如順風這樣的高端產品生產商將佔據更大的市場份額。目前順風交易在我們 2012 財年盈利預測的 3.5 倍，低於同業卡姆丹克太陽能 (712 HK) 的 5.3 倍 2012 財年市盈率。

**順風光電 (1165 HK)**

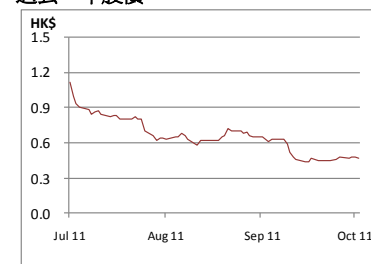
|                   |              |
|-------------------|--------------|
| 評級                | 未評級          |
| 收市價               | HK\$0.465    |
| 目標價               | N.A.         |
| 市值 (港幣百萬)         | 725          |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 0.8          |
| 52 周高/低 (港幣)      | 1.11 / 0.435 |
| 發行股數 (百萬股)        | 1,560        |
| 主要股東              | 湯國強 (29.7%)  |

來源: 彭博

**股價表現**

|     | 絕對     | 相對     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -28.5% | -27.4% |
| 3 月 | -48.3% | -39.7% |
| 6 月 | N.A.   | N.A.   |

來源: 彭博

**過去一年股價**

來源: 彭博

**財務資料**

| (截至 12 月 31 日) | FY09A | FY10A | FY11E | FY12E | FY13E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業額 (人民幣百萬元)   | 379   | 623   | 2,186 | 2,831 | 3,305 |
| 淨利潤 (人民幣百萬元)   | 53    | 80    | 149   | 168   | 230   |
| 每股收益 (人民幣)     | 0.05  | 0.07  | 0.11  | 0.11  | 0.15  |
| 每股收益變動 (%)     | (3.4) | 50.4  | 54.3  | 1.7   | 36.6  |
| 市盈率 (x)        | 9.0   | 5.9   | 3.7   | 3.5   | 2.5   |
| 市帳率 (x)        | 2.3   | 1.5   | 1.0   | 0.8   | 0.5   |
| 股息率 (%)        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 權益收益率 (%)      | 29.8  | 30.8  | 34.9  | 26.4  | 31.9  |
| 淨財務槓桿率 (%)     | 淨現金   | 70.1  | 106.3 | 60.7  | 64.4  |

來源: 公司及招銀國際研究部

# 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-15%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%       |
| 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，並可能會受標的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。