

协鑫新能源 (451 HK)

市场对光伏新政反应过度恐慌

❖ **市场对政策冲击反应过度。** 我们认为中国政府针对光伏展业的政策收紧主要着眼于控制补贴扩张。基于上述理解，我们相信光伏新政所带来的需求断崖将主要作用于光伏制造端，而对于下游光伏电站运营商来说影响较为有限，主要因 1) 我们认为存量项目的正常运营将不受影响，但 2) 新项目的开发将受到政策调控所抑制。按照目前每股 0.34 港元，协鑫新能源的交易估值仅分别为 2018 年 3.8 倍预测市盈率和 0.7 倍预测市净率。我们相信市场对于政策过度恐慌。基于 1) 调整后的盈利展望，以及 2) 针对疲弱的市场情绪对我们的 DCF 估值市价 20% 的估值折扣，我们对协鑫新能源的目标价下调 42% 至每股 0.47 港元。即便如此，我们的目标价对应现价仍有 38.2% 的上行空间。我们重申买入评级。

❖ **存量产能盈利能力不受影响。** 根据中国政府 531 光伏新政措施，除领跑者和扶贫项目外，将暂停新的光伏电站产能（含分布式）扩张，此外，我们预计未来的新建地面电站项目将不再继续享受国家级补贴。基于上述原因，我们认为协鑫新能源的新增装机步伐将明显放缓。尽管如此，对于存量项目而言，因存量项目电价并无调整，我们认为盈利水平将不受影响。我们将公司 2018，2019 年新增装机量自 1.2 吉瓦下调至 700 兆瓦。展望短期产能增长，我们预计新项目开发将侧重于海外市场，直到国内市场项目回报恢复吸引（每瓦资本开支低于人民币 4 元）。

❖ **财务健康水平将是实现价值重估的关键。** 光伏新政所带来的负面情绪已引发市场对于光伏企业能否持续获得融资的担忧。幸运的是，协鑫新能源在 18 年前五个月通过融资租赁筹集 15 亿人民币，发行有限票据融资 5 亿美元，以及获得 7 千 5 百万银团贷款，所有融资均为长期负债。公司计划将募得资金用于置换短期债务。此外公司仍握有绿债发行许可。除资金筹集以外，我们预计补贴款的逐步回收也有望缓解公司的偏紧的现金需求。公司于 2017 年末持有人民币 42 亿元补贴应收，基于非常保守的假设，我们预计公司在 2018 年内能够有效回收人民币 14 亿元。预见到 2018 年底补贴应收款将滚存至 61 亿元。我们的测算显示，协鑫新能源的现金水平能够维持公司的正常运营，同时预料第七批补贴的发放将可对公司的财务健康形成明显改善。

❖ **调整盈利预测。** 基于 1) 调整后的新增产能步伐，2) 更为迅猛的电价下调，以及 3) 未来较低的项目投资回报，我们将公司的盈利预测自人民币 14.7/18.2/21.7 亿分别下调 6.1/17.3/28.6% 至人民币 13.8/15.1/15.5 亿元。

❖ **主要风险：** 1) 进一步政策冲击，2) 潜在股权融资将带来股本稀释，以及 3) 补贴拖欠较预期周期更长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	2,246	3,942	5,730	6,170	6,487
净利润(百万人民币)	130	841	1,379	1,509	1,548
EPS (人民币, 分)	0.70	4.41	7.23	7.91	8.12
EPS 变动 (%)	N/A	530	64	9	3
市盈率(x)	38.7	6.2	3.8	3.4	3.3
市帐率(x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	2.9	15.0	19.7	17.7	15.4
净财务杠杆率 (%)	295	417	420	378	336

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$0.47
(此前目标价)	HK\$0.81
潜在升幅	+38.2%
当前股价	HK\$0.34

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)	6,485
3 月平均流通量(百万港元)	7.81
52 周内股价高/低(港元)	0.78/0.33
总股本(百万)	19,074

资料来源：彭博

股东结构

保利协鑫	62.3%
朱共山	10.0%
流通股	27.7%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-22.5%	-18.1%
3-月	-26.6%	-22.0%
6-月	-39.5%	-38.2%

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

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作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。