

保利協鑫 (3800 HK)

火熱市場需求驅動銷售目標上調

❖ **上半年業績勝市場預期。**保利協鑫上半年錄得銷售收入人民幣 114 億，同比下降 8.2%。下手收入下降因光伏材料銷售均價大幅下降所致，導致光伏材料板塊銷售收入同比下跌 17% 至人民幣 93.2 億元。新能源售電收入大幅增增抵消了部分收入下滑影響，上半年新能源業務收入為人民幣 25.3 億（含 PCB 業務），同比增長 74.4%。主要開支維持良好控制，融資成本費用控制尤為出色。上半年公司僅錄得財務成本同比上升 8.6%，絕對數額上僅為人民幣 9 千萬，在新能源業務板塊財務費用淨增 2.3 億背景下顯得非常突出。公司錄得淨利潤人民幣 11.9 億，同比下降 14.1%。上半年公司業績表現符合我們預期，但在市場對產品較為悲觀態度下勝于市場預期。

❖ **光伏材料需求意外火熱。**光伏材料價格自 17 年 3 月起持續下跌，但受中美貿易爭端，ITC 對 201 法案潛在裁決影響，在市場預期淡季情況下強勢拉動需求，并使光伏材料幾個明顯反彈。公司繼續實現多晶矽及矽片滿產滿銷。上半年生產多晶矽 38,747 噸，同比增長 6.7%；矽片出貨量 10.6 吉瓦，同比增長 19.5%。兩項運營數據均表明公司的運營效率繼續增加。我們預期火熱的市場需求將有望維持至 11 月初，直到美國總統簽署裁決生效。屆時，我們認為新的市場需求（尤其是新興市場需求）將有望逐步進入市場釋放。

❖ **金剛綫切割+黑矽組合提升銷售目標。**為了應對單晶產品所帶來的競爭，公司大力推行了針對多晶矽產品的技術革新，其中金剛綫切割+黑矽技術組合是公司積極推廣的目標。管理層透露新的技術組合已被證明能將轉換效率提升至超過 20%，並且通過較低成本的技術改造，可將目前的切割效率翻倍。公司計劃在年末將金剛綫切割比例提升至矽片總產能的 80%。基于目前市場需求火熱，以及產能在技術改造後進一步提升，管理層有意提升全年的銷售目標。基于對全球光伏需求樂觀判斷，我們將 17 年全年矽片出貨量預測自 19 吉瓦提升至 21 吉瓦。

❖ **目標價自 1.18 港元提升至 1.26 港元，維持買入評級。**我們相信更高的矽片出貨量將能過彌補銷售價格下跌所帶來的影響，並且技術和成本上的提升將顯著增加光伏需求增長，另外下游業務的告訴增長也會為公司帶來額外盈利貢獻。我們將 2017-19 年淨利預測分別提升 9.9/14.9/23.9% 自人民幣 21.9/25.0/29.0 億上調至人民幣 24.1/28.7/36.0 億元。我們的分部加總估值也隨之調整至每股 1.26 港元，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	21,766	22,025	22,827	24,350	26,883
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	2,425	2,029	2,409	2,867	3,595
調整後 EPS (人民幣)	0.155	0.109	0.130	0.154	0.193
EPS 變動 (%)	57	(30)	19	19	25
市盈率 (x)	4.9	6.9	5.8	4.9	3.9
市帳率 (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	8.2	-	-	-	-
權益收益率 (%)	15	10	10	11	12
淨財務杠杆率 (%)	175	148	198	210	209

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$1.26
(此前目標價)	HK\$1.18)
潛在升幅	+43.2%
當前股價	HK\$0.88

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)	16,357
3 月平均流通量(百萬港元)	116.92
52 周內股價高/低(港元)	1.24/0.72
總股本(百萬)	18,588

資料來源：彭博

股東結構

朱共山	32.4%
-----	-------

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.0%	4.4%
3-月	10.0%	2.0%
6-月	-15.4%	-28.2%

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.gcl-poly.com.hk

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	21,766	22,025	22,827	24,350	26,883
光伏材料	19,243	19,270	18,191	18,123	19,264
太阳能电站业务	554	508	536	536	536
新能源业务	1,970	2,246	4,100	5,691	7,083
销售成本	(15,990)	(14,980)	(14,990)	(15,123)	(15,969)
毛利	5,776	7,044	7,836	9,227	10,914
销售费用	(79)	(73)	(75)	(80)	(89)
行政费用	(1,581)	(1,847)	(1,826)	(1,948)	(2,151)
其它收益	(249)	(165)	(248)	(304)	(323)
息税前收益	3,866	4,960	5,687	6,895	8,351
融资成本	(2,209)	(2,149)	(2,155)	(2,665)	(3,128)
合资企业	(50)	33	33	33	33
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	1,160	-	-	-	-
税前利润	2,768	2,844	3,565	4,263	5,256
已终止经营业务	489	(112)	-	-	-
所得税	(530)	(537)	(642)	(725)	(867)
非控制股东权益	(302)	(165)	(513)	(671)	(794)
净利润	2,425	2,029	2,409	2,867	3,595

来源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	46,636	59,907	73,987	86,048	95,978
物业、厂房及设备	41,650	52,462	65,596	76,629	86,618
预付租金	1,102	1,124	1,050	1,000	950
无形资产	54	125	129	132	135
预付款	2,686	3,640	4,601	5,451	5,251
其它	1,145	2,557	2,611	2,837	3,026
流动资产	33,055	27,112	26,060	25,326	31,002
现金及现金等价物	16,876	12,189	9,330	7,655	12,908
应收贸易款项	14,368	12,285	15,045	15,902	16,187
存货	1,387	966	1,255	1,339	1,479
关联款项	52	268	268	268	268
其它	373	1,405	161	161	161
流动负债	40,993	35,311	37,424	38,216	41,027
应付贸易账款	15,698	17,860	16,293	16,065	15,813
客户预收款	479	518	446	444	471
借债	24,258	14,529	19,995	21,016	24,052
关联款项	206	422	422	422	422
其它	352	1,982	268	268	268
非流动负债	21,138	29,225	36,305	42,348	51,709
客户预收款	203	183	312	311	330
借债	20,310	28,399	35,423	41,467	50,809
递延收入	352	276	350	350	350
递延税项	223	367	220	220	220
其它	51	-	-	-	-
少数股东权益	17,560	23,394	26,317	29,855	34,245
净资产总值	1,705	2,573	3,087	3,758	4,552
股东权益	15,854	20,821	23,230	26,098	29,693

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	3,866	4,960	5,687	6,895	8,351
折旧和摊销	3,247	3,208	3,571	3,997	4,428
运营资金变动	(1,588)	2,428	(2,827)	(715)	(236)
税务开支	748	(537)	(642)	(725)	(867)
其它	(3,055)	(2,273)	(3,065)	(3,023)	(2,605)
经营活动所得净现金流	3,218	7,785	2,724	6,429	9,071
购置固定资产	(9,297)	(16,062)	(16,077)	(15,229)	(14,416)
联营公司	(119)	-	-	-	-
其它	2,010	7,912	(1,995)	(2,000)	-
投资活动所得现金净额	(7,405)	(8,150)	(18,072)	(17,229)	(14,416)
股份发行	0	2,846	-	-	-
净借贷	9,892	(1,641)	11,666	11,402	9,534
股息	(1,120)	-	-	-	-
其它	1,169	(2,437)	425	(3,029)	434
融资活动所得现金净值	9,941	(1,232)	12,091	8,373	9,968
现金增加净额	5,754	(1,597)	(3,258)	(2,427)	4,622
年初现金及现金等价物	4,362	10,341	8,985	5,727	3,300
汇兑	225	241	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,341	8,985	5,727	3,300	7,922
受限制现金	6,535	3,231	3,603	4,356	4,985
资产负债表现金	16,876	12,216	9,330	7,656	12,907

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
光伏材料业务	88.4	87.5	79.7	74.4	71.7
太阳能电站业务	2.5	2.3	2.3	2.2	2.0
新能源业务	9.1	10.2	18.0	23.4	26.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	26.5	32.0	34.3	37.9	40.6
税前利率	12.7	12.9	15.6	17.5	19.6
净利润率	11.1	9.2	10.6	11.8	13.4
核心净利润率	6.8	9.5	10.6	11.8	16.6
有效税率	19.1	18.9	18.0	17.0	16.5

资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	210.8	220.8	218.5	231.9	217.8
平均应付账款周转天数	366.8	408.8	415.8	390.5	364.3
平均存货周转天数	43.9	28.7	27.0	31.3	32.2
	281.1	206.2	238.6	239.4	252.1
净负债/股东权益比率(%)	174.7	147.6	198.4	210.1	208.7

回报率(%)

资本回报率	15.3	9.7	10.4	11.0	12.1
资产回报率	3.0	2.3	2.4	2.6	2.8

每股数据

每股盈利(人民币)	0.16	0.11	0.13	0.15	0.19
每股股息(人民币)	0.07	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.02	1.12	1.25	1.40	1.60

来源：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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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士。