

协鑫新能源 (451 HK)

降杠杆是首要目标

- ❖ **净利实现低于预期，但调整后的净利大致符合预期。** 协鑫新能源发布 2017 年度业绩。收入录得人民币 39.42 亿元，同比上升 75.5%，而电力销售录得 52.34 亿千瓦时，同比上升 91%。协鑫新能源实现的收入比我们的估计低 4.4%，主要源于：1) 平均实现电价为人民币 0.79 元/千瓦时较我们预估低 1.25%，2) 收入确认中抵减人民币 1.75 亿元以反映可再生能源补贴长期应收贴现影响。毛利率同比下降 2.6 个百分点至 67.3%，因新建项目电价下降幅度快于项目成本下降。可转债的公允价值损失为人民币 1.19 亿元，高于我们的估计，而财务成本则处于良好控制下，为人民币 14.32 亿元。公司新能源业务核心盈利为人民币 7.64 亿元，较我们预测低 28%。如果剥离长期补贴贴现折扣影响及非现金可转换公允价值损失的影响，我们估计核心收益为 9.33 亿元人民币，大致符合我们此前对于公司的盈利测算。
- ❖ **降杠杆是重中之重。** 因预期融资环境趋紧，管理层计划在 2018 年降低杠杆水平。产能扩张目标因此从 2016-2017 年的 2-2.5GW 降至 2018 年的 1-1.5GW。2017 年，公司的资产负债率为 84.1%，管理层计划在 2018 年将该比率降至 80% 以下，并进一步在 2019 年降至 75% 以下。协鑫新能源拥有多想渠道来实现降杠杆，包括 1) 引入战略股票投资者，即与太平金控的股权合作，2) 出售项目层级股权以实现股本资金回收，以及 3) 与合作伙伴共同设立投资基金，通过产业基金在表外实现项目开发。公司 2018 年计划资本开支人民币 56-87 亿元。基于 1.2GW 的新建新增装机规模和公司正常运营，我们预计到 2018 年底总负债资产比率将可降至 82.4%。我们认为管理层的降杠杆计划可执行度很高。
- ❖ **海外扩张与国内发展并重。** 随着越来越多的国有企业进入市场参与光伏项目招标，管理层预计国内市场项目竞争将日趋激烈，而光伏项目运营商仍面临补贴征收延迟的困境。管理层认为海外项目扩张将带来稳定的现金流和可观的回报，将引导公司走向更为健康的可持续增长。2017 年，协鑫在美国和日本分别开发了 83 兆瓦和 9 兆瓦太阳能发电场，管理目标在 3-5 年内将海外光伏装机比例提高到 40-50%。
- ❖ **调整目标价至 0.81 港元，维持买入评级。** 基于 1) 2018 年运营指引更新，2) 预测新增装机步伐放慢至 1.2GW，3) 收入预测调整以考虑补贴折现带来的影响，我们将 2018/19 年盈利预测分别修正为 4.7 / 5.0% 至人民币 1,469 元/18.24 亿元。我们的 DCF 模型显示目标价为每股 0.81 港元，相当于 8.8 倍 2018 年市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
净利润(百万人民币)	130	841	1,469	1,824	2,169
EPS (人民币, 分)	0.70	4.41	7.70	9.56	11.37
EPS 变动 (%)	(742)	530	75	24	19
市盈率(x)	62.4	9.9	5.7	4.6	3.8
市帐率(x)	1.8	1.5	1.2	0.9	0.8
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	2.9	15.0	20.7	20.5	19.6
净财务杠杆率 (%)	295	417	435	398	347

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$0.81
(此前目标价)	HK\$0.84)
潜在升幅	+55.8%
当前股价	HK\$0.52

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)	9,918
3 月平均流通量(百万港元)	18.34
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%
------	-------

: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.1%	14.7%
3-月	1.9%	-6.0%
6-月	12.5%	-0.7%

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	5,929	6,886	7,762
太陽能業務	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,886)	(2,223)	(2,494)
毛利	1,571	2,653	4,042	4,663	5,268
行政費用	(371)	(460)	(623)	(689)	(776)
其他收益及費用	208	217	221	237	255
息稅前收益	1,408	2,410	3,641	4,212	4,746
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(1,831)	(2,000)	(2,072)
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	1,760	2,222	2,684
所得稅	42	40	(38)	(103)	(191)
減：少數股東權益	6	9	130	157	184
永續債收益	5	131	131	131	131
淨利潤	130	841	1,469	1,824	2,169
核心淨利潤	299	764	1,469	1,824	2,169

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	50,217	55,049	58,858
物業、廠房及設備	26,755	38,104	45,880	50,200	53,777
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	3,777	4,286	4,517
其它非流動資產	460	813	281	281	281
流動資產	10,739	10,721	8,912	10,316	12,349
現金及現金等價物	3,826	4,197	1,871	2,399	3,925
應收賬款	3,386	4,228	5,682	6,559	7,066
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	18,058	18,960	19,806
應付帳款	11,394	10,851	7,712	7,496	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	9,144	10,262	11,143
其他流動負債	916	7	10	10	10
非流動負債	17,041	26,612	30,675	34,028	36,672
借貸	17,012	26,365	30,648	34,002	36,645
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	1,439	1,596	1,780
永續債	1,800	1,866	1,866	1,866	1,866
淨資產淨額	6,373	7,487	8,956	10,781	12,949
股東權益	6,373	7,487	8,956	10,781	12,949

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	1,760	2,222	2,684
折舊和攤銷	724	1,092	1,636	1,905	2,124
運營資金變動	1,905	(3,518)	(1,739)	(1,602)	(773)
稅務開支	(69)	(12)	75	(103)	(191)
其它	(2,208)	3,351	(210)	(269)	(272)
經營活動所得現金淨額	450	1,854	1,522	2,152	3,573
資本開支	(13,538)	(12,244)	(9,413)	(6,227)	(5,703)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,714)	(13,354)	(9,413)	(6,227)	(5,703)
股份及永續債發行	3,801	273	(0)	0	(0)
淨借貸	8,958	12,795	5,434	4,471	3,525
股息	5	131	131	131	131
其它	(1,583)	(1,284)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1,583)	(1,284)	-	-	-
現金增加淨額	1,890	388	(2,326)	528	1,526
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	1,871	2,399
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,853	4,197	1,871	2,399	3,925
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
資產負債表現金	3,826	4,197	1,871	2,399	3,925

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	68.2	67.7	67.9
稅前利率	4.4	23.9	29.7	32.3	34.6
淨利潤率	5.8	21.3	24.8	26.5	27.9
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	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
平均營收周轉天數	415.2	415.0	426.4	459.7	456.9
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	393.1	366.3	331.7
淨負債/股東權益比率 (%)	295.1	417.2	435.4	398.3	347.0

回報率 (%)

股本回報率	2.0	11.2	16.4	16.9	16.7
資產回報率	0.3	1.5	2.5	2.8	3.0

每股數據

每股盈利 (人民幣, 分)	0.7	4.4	7.7	9.6	11.4
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.24	0.29	0.37	0.47	0.58

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之分析员，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为证券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，且不承担任何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。