

協鑫新能源 (451 HK)

盈利受財務成本顯著拖累

- ❖ 上半年收入增長 49.2%，但核心盈利僅增長 1.6%。協鑫新能源上半年錄得新能源發電收入 3,652 吉瓦時，發電收入人民幣 27.04 億元，同比分別實現增長 54.2% 和 49.2%。毛利率同比下跌 2 個百分至 68.7%，主要是受到項目電價競爭，導致平均實現電價（除增值稅）自每千瓦時人民幣 0.80 元下跌至人民幣 0.76 元。因人民幣貶值，公司于今年 1 月初發行的 5 億美元債券在上半年帶來人民幣 2.09 億元匯兌損失。財務費用同比大幅上漲 75.1% 至人民幣 10.62 億元，較我們預期高 13.5%，是我們對中期業績的最大意外。我們分析認為財務費用預測差異主要源于利息開支資本化率較我們預期大幅減少，而綜合財務成本維持穩定。除財務費用外，由于公司 2017 年末出售了蘇州平臺公司 7.18% 股權，上半年少數股東分派也有顯著增長。公司上半年實現淨利潤 3.45 億元，同比下跌 28.2%，若剝離非經常性項目，核心利潤僅同比增長 1.6%。
- ❖ 發展暫緩，同時面臨財務費用飆升。公司上半年實現新增裝機 1.15 吉瓦，累計合併裝機容量達 6.96 吉瓦，其中 5.82 吉瓦已實現併網。鑒于中國光伏新政制約新增裝機，同時公司自身面臨較高的負債壓力，管理層決定停止新的光伏項目開發。受此影響，我們認為新增裝機放緩至停止將使財務費用資本化率產生大幅下降，將帶來明顯的財務費用上漲。除資本化率變化以外，協鑫新能源的整體借貸規模也有所增加。我們測算公司利息開支資本化率將從 2017 年 18.8% 降至 2018 年 5.2%，由此帶來 2018 年全年財務成本將飆升 65.0% 至人民幣 23.6 億元。財務費用大幅增長將抵消發電量增加所帶來的收入增長。
- ❖ 年內計劃出售 2 吉瓦資產以降低負債率。在降杠杆舉措方面，管理層表示將與幾家央企及國企背景企業進行光伏電站資產交易。交易將以批量資產包方式進行，最小的資產包為 2-300 兆瓦。協鑫新能源將全數出售，或僅保持少數股東權益，同時公司將保留對於電站的運營和維護角色并賺取項目管理費。公司計劃在 2018 年內完成約 2 吉瓦資產出售。根據此規模，我們估計公司將至少能夠回收 22 億人民幣項目股本資金，同時將債務規模減少約 105 億人民幣。除資產出售以外，公司還希望與潛在央企和國企投資人建立合作夥伴關係，利用其融資實力對存量資產的項目貸款進行置換，并共同探索平價上網項目機會。
- ❖ 評級下調至持有，目標價下調至每股 0.33 港元。我們根據中期業績對模型測算假設進行了調整，利息資本化率大幅降低對盈利預測造成較大影響。我們將 2018-20E 盈利預測分別下調 38.9 / 20.9 / 4.9%，自人民幣 8.86 / 11.76 / 11.46 億元下調至至人民幣 5.42 / 9.30 / 10.90 億元。更新後的 2018/19E 前瞻市盈率分別為 9.9 倍以及 5.8 倍，我們認為公司的估值并不如此前預測般便宜。我們的 DCF 目標價自每股 0.45 港元下調至每股 0.33 港元，評級下調至持有。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
淨利潤 (百萬人民幣)	130	841	542	930	1,090
EPS (人民幣, 分)	0.70	4.41	2.84	4.87	5.72
EPS 變動 (%)	(742)	530	(36)	72	17
市盈率 (x)	36.8	5.9	9.1	5.3	4.5
市帳率 (x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	2.9	15.0	8.8	13.1	13.3
淨財務杠杆率 (%)	295	417	477	466	392

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (下調)

目標價	HK\$0.33
(此前目標價)	HK\$0.45
潛在升幅	+11.9%
當前股價	HK\$0.295

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)	5,627
3 月平均流通量 (百萬港元)	5.67
52 周內股價高/低 (港元)	0.78/0.29
總股本 (百萬)	19,074

資料來源：彭博

股東結構

保利協鑫	62.3%
朱共山	10.0%
流通股	27.7%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.3%	-7.1%
3-月	-19.2%	-10.2%
6-月	-39.2%	-33.3%

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.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	5,762	6,492	6,450
太陽能業務	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
銷售成本	(676)	(1,289)	(1,877)	(2,171)	(2,174)
毛利	1,571	2,653	3,885	4,321	4,276
行政費用	(371)	(460)	(605)	(649)	(645)
其他收益及費用	208	217	(18)	221	238
息稅前收益	1,408	2,410	3,262	3,893	3,869
融資成本淨額	(966)	(1,432)	(2,363)	(2,601)	(2,309)
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	849	1,302	1,569
所得稅	42	40	(20)	(73)	(159)
減：少數股東權益	6	9	156	168	171
永續債收益	5	131	131	131	131
淨利潤	130	841	542	930	1,090
核心淨利潤	299	764	792	930	1,090

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	48,614	48,533	48,116
物業、廠房及設備	26,755	38,104	45,600	43,760	43,340
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	2,453	4,210	4,211
其它非流動資產	460	813	281	281	281
流動資產	10,739	10,721	9,673	7,142	10,505
現金及現金等價物	3,826	4,197	2,964	(457)	2,779
應收賬款	3,386	4,228	5,350	6,241	6,367
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	13,675	9,965	10,900
應付帳款	11,394	10,851	7,352	3,643	4,445
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	5,121	5,121	5,253
其他流動負債	916	7	10	10	10
非流動負債	17,041	26,612	35,118	35,118	35,867
借貸	17,012	26,365	35,091	35,091	35,840
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	1,465	1,633	1,805
永續債	1,800	1,866	1,866	1,866	1,866
淨資產淨額	4,573	5,621	6,162	7,092	8,182
股東權益	4,573	5,621	6,162	7,092	8,182

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	849	1,302	1,569
折舊和攤銷	724	1,092	1,626	1,855	1,857
運營資金變動	1,905	(3,518)	(442)	(6,358)	676
稅務開支	(69)	(12)	94	(73)	(159)
其它	(2,208)	3,351	44	1	(17)
經營活動所得現金淨額	450	1,854	2,170	(3,273)	3,926
資本開支	(13,538)	(12,244)	(9,125)	(17)	(1,439)
其它	3,824	(1,110)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,714)	(13,354)	(9,125)	(17)	(1,439)
股份及永續債發行	3,801	273	-	-	-
淨借貸	8,958	12,795	5,854	-	881
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	5,722	(131)	750
現金增加淨額	1,890	388	(1,232)	(3,422)	3,237
年初現金及現金等價物	1,965	3,853	4,197	2,964	(457)
匯兌變化	(2)	(44)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,853	4,197	2,964	(457)	2,779
隨資產出售現金	27	-	-	-	-
資產負債表現金	3,826	4,197	2,964	(457)	2,779

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	67.4	66.6	66.3
稅前利率	4.4	23.9	14.7	20.1	24.3
淨利潤率	5.8	21.3	9.4	14.3	16.9
有效稅率	(42.8)	(4.3)	2.3	5.6	10.2

資產負債表比率

流動比率（x）	0.6	0.5	0.7	0.7	1.0
速動比率（x）	0.6	0.5	0.7	0.7	1.0
現金比率（x）	0.2	0.2	0.2	-	0.3
平均營收周轉天數	415.2	415.0	432.6	475.2	518.6
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	434.9	389.8	355.7
淨負債/股東權益比率（%）	295.1	417.2	477.3	465.9	392.0

回報率（%）

股本回報率	2.9	15.0	8.8	13.1	13.3
資產回報率	0.3	1.5	0.9	1.7	1.9

每股數據

每股盈利（人民幣，分）	0.7	4.4	2.8	4.9	5.7
每股股息（人民幣）	-	-	-	-	-
每股淨值（人民幣）	0.24	0.29	0.32	0.37	0.43

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: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

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。