

# 保利协鑫 (3800 HK)

## 新疆反向路演调研纪要

- ❖ **概要:** 我们参观了保利协鑫新疆多晶硅厂房。随着新疆多晶硅厂投产,我们认为公司正逐步扭转目前市场需求受到抑制以及销售价格压力等诸多不利局面。行程中我们发现了新疆厂房几大亮点:1) 新疆多晶硅产能释放进展顺利,并且初始产出质量已达高纯多晶硅标准;2) 管理层预期一期年产5万吨产能于2019年2月末达产,同时计划在2019年二季度增加余下1万吨产能;3) 达产后多晶硅生产全成本将控制在每公斤50元人民币以下;以及4) 公司已与下游需求方签订长期供应协议,显示市场对于高品质硅料需求旺盛。
- ❖ **新产能将增加公司竞争力,但老产能仍面临压力。** 光伏材料价格在“5.31”新政导致需求冷却以致产品价格暴跌后始现稳定。根据PVinsights价格截止至11月19日数据,多晶硅料和多晶硅片价格分别为9.75美元/公斤及0.275美元/片。处于这样的价格之下,我们测算公司仅能从目前徐州多晶硅工程及切片产能中赚取微薄毛利。基于目前价格仍然高于公司的现金生产成本,管理层维持全年6万吨多晶硅及约25吉瓦硅片的产量目标。我们预期公司的光伏材料业务仍将面临压力,直到新疆产能获得完全释放。我们同时认为公司的老多晶硅和硅片产能仍将需要额外的成本缩减措施。
- ❖ **市场将进一步整合。** 对于目前公司所处的经营压力,管理层并不过分担心,并对目前成本效益领先市场的多晶硅新产能充满信心。随着时间推移,我们预期成本较高的多晶硅厂商将被挤出市场,最终中国将只剩下4-5家多晶硅生产企业。
- ❖ **中国光伏需求展望:2019-20年每年约45吉瓦。** 根据公司与能源局沟通,管理层预计中国2019-20年光伏装机规模区间在80-90吉瓦,其中1) 两年的扶贫项目合计9-10吉瓦,2) 每年约10吉瓦领跑者项目,以及3) 预期分布式项目指标将有所放宽。除装机规模以外,管理层预期第八批可再生能源补贴名录将于2019年1月启动申报。
- ❖ **维持持有评级。** 基于对多晶硅料和硅片的销售居家预期调整,我们对公司1) 2018年盈利预测自人民币1.15亿下调至净亏损1.46亿,2) 2019/20年盈利分别调整2.5%/-21.0%自人民币10.6/18.6亿至人民币10.1/13.1亿元。我们认为公司的光伏材料业务尚需时间去确认2019年能否实现扭亏。我们的分部估值加总目标价自每股0.57港元略微下调至每股0.56港元。我们对公司维持持有评级。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	22,025	23,794	18,426	25,159	26,970
调整后净利润(百万人民币)	2,029	1,974	(146)	1,010	1,313
调整后EPS(人民币)	0.110	0.107	(0.008)	0.054	0.071
EPS变动(%)	(29)	(3)	(107)	(792)	30
市盈率(x)	4.3	4.4	(60.3)	8.7	6.7
市帐率(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	10	9	(1)	4	5
净财务杠杆率(%)	148	185	262	270	246

资料来源:公司及招银国际研究预测

### 持有(维持)

目标价	HK\$0.56
(此前目标价)	HK\$0.57
潜在升幅	+1.8%
当前股价	HK\$0.55

### 萧小川

电话:(852) 3900 0849

邮件:[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

### 中国太阳能行业

市值(百万港元)	10,081
3月平均流通量(百万港元)	37.40
52周内股价高/低(港元)	1.48/0.46
总股本(百万)	18,592

资料来源:彭博

### 股东结构

朱共山	34.3%
流通股	65.7%

资料来源:港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.4%	14.8%
3-月	3.7%	13.1%
6-月	-39.8%	-29.0%

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.gcl-poly.com.hk](http://www.gcl-poly.com.hk)

## 利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>22,025</b>	<b>23,794</b>	<b>18,426</b>	<b>25,159</b>	<b>26,970</b>
光伏材料	19,270	19,355	12,167	18,170	20,024
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,762	6,492	6,450
销售成本	(14,980)	(15,596)	(13,491)	(17,589)	(18,635)
<b>毛利</b>	<b>7,044</b>	<b>8,198</b>	<b>4,935</b>	<b>7,570</b>	<b>8,335</b>
销售费用	(73)	(119)	(74)	(101)	(108)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(1,474)	(2,013)	(2,158)
其它收益	(165)	(465)	(142)	(307)	(292)
<b>息税前收益</b>	<b>4,960</b>	<b>5,426</b>	<b>3,245</b>	<b>5,149</b>	<b>5,778</b>
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,111)	(3,475)	(3,686)
合资企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>2,844</b>	<b>2,912</b>	<b>164</b>	<b>1,704</b>	<b>2,122</b>
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(26)	(264)	(318)
减去：非控制股东权益	165	377	284	431	491
<b>净利润</b>	<b>2,029</b>	<b>1,974</b>	<b>(146)</b>	<b>1,010</b>	<b>1,313</b>

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>59,907</b>	<b>76,169</b>	<b>88,561</b>	<b>88,765</b>	<b>88,678</b>
物业、厂房及设备	52,462	63,780	76,994	77,376	77,905
预付租金	1,124	1,178	1,200	1,200	1,200
无形资产	125	854	729	676	628
预付款	3,640	6,083	5,451	5,251	4,600
其它	2,557	4,275	4,187	4,262	4,344
<b>流动资产</b>	<b>27,112</b>	<b>31,111</b>	<b>20,872</b>	<b>24,460</b>	<b>32,292</b>
现金及现金等价物	12,189	14,393	7,987	7,400	14,104
应收贸易款项	12,285	14,537	11,683	15,574	16,627
存货	966	991	774	1,057	1,133
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
<b>流动负债</b>	<b>35,311</b>	<b>41,659</b>	<b>36,002</b>	<b>35,561</b>	<b>38,592</b>
应付贸易账款	17,860	19,592	13,051	11,109	12,653
客户预收款	518	612	382	563	619
借债	14,529	20,817	22,069	23,389	24,820
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
<b>非流动负债</b>	<b>29,225</b>	<b>36,549</b>	<b>45,986</b>	<b>48,779</b>	<b>51,689</b>
客户预收款	183	119	320	472	518
借债	28,399	35,614	45,096	47,737	50,601
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>23,394</b>	<b>27,308</b>	<b>27,445</b>	<b>28,885</b>	<b>30,689</b>
<b>净资产总值</b>	<b>2,573</b>	<b>4,532</b>	<b>4,817</b>	<b>5,247</b>	<b>5,738</b>
<b>股东权益</b>	<b>20,821</b>	<b>22,775</b>	<b>22,629</b>	<b>23,638</b>	<b>24,951</b>

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息税前收益</b>	<b>4,960</b>	<b>5,427</b>	<b>3,246</b>	<b>5,150</b>	<b>5,778</b>
折旧和摊销	3,208	3,654	4,296	4,618	4,893
运营资金变动	2,428	(2,395)	3,655	(4,095)	(1,043)
税务开支	(537)	(638)	(26)	(264)	(318)
其它	(2,273)	2,907	(5,033)	(4,725)	1,159
<b>经营活动所得净现金流</b>	<b>7,785</b>	<b>8,955</b>	<b>6,137</b>	<b>683</b>	<b>10,468</b>
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(13,004)	(5,000)	(5,421)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	275	(3,650)	(1,760)	(527)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(8,150)</b>	<b>(18,775)</b>	<b>(16,654)</b>	<b>(6,760)</b>	<b>(5,948)</b>
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	10,444	4,000	4,337
股息	-	-	-	-	-
其它	410	(1,805)	(4,738)	(621)	-
<b>融资活动所得现金净值</b>	<b>(1,232)</b>	<b>11,698</b>	<b>5,706</b>	<b>3,379</b>	<b>4,337</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(1,597)</b>	<b>1,878</b>	<b>(4,811)</b>	<b>(2,697)</b>	<b>8,857</b>
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	5,862	3,165
汇兑	241	(190)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>8,985</b>	<b>10,673</b>	<b>5,862</b>	<b>3,165</b>	<b>12,022</b>
受限制现金	3,231	3,720	3,752	3,742	3,723
<b>资产负债表现金</b>	<b>12,216</b>	<b>14,393</b>	<b>9,614</b>	<b>6,907</b>	<b>15,745</b>

来源：公司、招銀國際預測

## 主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合(%)</b>					
光伏材料业务	87.5	81.3	66.0	72.2	74.2
太阳能电站业务	2.3	2.1	2.7	2.0	1.8
新能源业务	10.2	16.6	31.3	25.8	23.9
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	26.8	30.1	30.9
税前利率	12.9	12.2	0.9	6.8	7.9
净利润率	9.2	8.3	(0.8)	4.0	4.9
核心净利润率	9.7	8.1	(0.8)	4.0	4.9
有效税率	18.9	21.9	16.0	15.5	15.0

## 资产负债比率

流动比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	259.7	197.7	217.9
平均应付账款周转天数	408.8	438.3	441.6	250.7	232.7
平均存货周转天数	28.7	22.9	23.9	19.0	21.4
	206.2	247.8	296.8	300.9	302.3
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	261.5	269.6	245.8

## 回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	(0.6)	4.3	5.3
资产回报率	2.3	1.8	(0.1)	0.9	1.1

## 每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	(0.01)	0.05	0.07
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.22	1.27	1.34

来源：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于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3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。