

睿智投資



順風光電 (1165 HK, 0.46 港元, 目標價0.59 港元, 買入) - 一間頗具成本效益與擁有長期客戶合約的太陽能企業

- ❖ **生產成本低, 電池轉換效率高。**順風的平均生產成本低於中國太陽能電池廠的平均水平。我們認為這是因為 1)生產線高度自動化, 勞動力成本減少; 2)設備先進和特有的加工技術, 增加效率; 3)規模效應加強。順風主要生產單晶矽太陽能電池, 單晶的轉換效率比多晶的高, 也能以更高的價格出售。我們相信順風的產品有一定溢價, 並享有的比行業平均更高的毛利率。
- ❖ **擁有長期客戶合約。**順風採用與關鍵客戶和供應商共同地點的策略, 以期達到最大限度地減少產品的包裝成本、破損率和運輸成本的目的。該公司已與主要客戶建立長期穩固的合作關係。公司已和 12 個主要客戶達成長期銷售合同, 於 2011- 2013 年分別提供 380MW、521MW 和 561MW 太陽能電池, 這將提供順風一個穩定的收入流。
- ❖ **預期平均售價下降, 利潤率穩定。**因多晶矽價格下降和光伏行業長期的產能過剩問題, 我們相信順風的太陽能電池和太陽能電池組件的平均售價在 2012 年將進一步下跌。我們相信順風的產品價格下跌趨勢不會在 2013 年前得到紓緩。然而我們認為該公司的毛利率將在 2012 年上升, 因為: 1)上游價格跌勢來得比中游更猛烈; 2)縱向整合有助於提升晶圓自給率; 3)高利潤率的 156 x156 毫米單晶矽電池銷售比例提高。
- ❖ **擴張計畫推遲, 資產負債表健康。**依原來的擴張計畫, 順風需要投資 15 億人民幣資本開支以期達到目標的生產力。這必將需要進一步融資。在最近的一次會議上, 管理層承認公司原來的擴張計畫可能需要擱置, 直到太陽能市場景氣度好轉。我們相信這是正確的一步, 從而避免負債過多和產能閒置的風險。
- ❖ **我們預測順風 2012 財年每股盈利達 0.14 港元, 目前股價相當於在我們 2011 和 12 財年盈利預測的 3.3 倍和 3.2 倍。我們用 4.1 倍 2012 財年市盈率估值, 目標價為 0.59 港元, 意味著 27.9% 的上升潛力。初次評級為買入。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額(人民幣百萬元)	379	623	2,372	3,035	3,625
淨利潤(人民幣百萬元)	53	80	152	181	236
每股收益(人民幣)	0.05	0.07	0.12	0.12	0.15
每股收益變動(%)	-3.4	50.4	69.2	-0.4	30.3
市盈率(x)	8.9	5.8	3.3	3.2	2.4
市帳率(x)	2.3	1.5	0.5	0.5	0.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	29.8	30.8	24.0	17.1	18.2
淨財務杠杆率(%)	淨現金	70.1	59.2	37.0	61.3

來源: 公司及招銀國際研究部

順風光電 (1165 HK)

評級	買入
收市價	0.46 港元
目標價	0.59 港元
市值(港幣百萬)	718
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	0.33
52 周高/低(港幣)	1.11 / 0.405
發行股數(百萬股)	1,560
主要股東	湯國強 (29.7%)

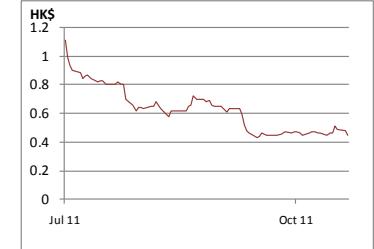
來源彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.2%	-12.9%
3 月	-42.5%	-36.2%
6 月	N.A.	N.A.

來源彭博

過去一年股價



來源彭博

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) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行為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。