

保利協鑫 (3800 HK)

價格波動和技術轉型帶來不確定性

- ❖ **毛利勝預期，但淨利低於預期。**保利協鑫 2017 年實現營收為人民幣 237.94 億元，同比上漲 8.0%，這主要得益於新能源業務表現強勁的增長，而光伏材料板塊收入持平。毛利達到人民幣 81.99 億元，同比增長 16.4%，高於我們預期的 8.8%，顯示多晶矽和矽片生產成本控制顯著優於我們的預期。然而在銷售、管理費用和其他開支方面，則遠高於我們的估計，合併後拖累稅前利潤較我們的預估低 15.5%。2017 年公司的研發費用顯著擴張，同比上漲 287%，從 2.47 億元人民幣上調至 9.56 億元人民幣。管理層解釋研發費用增加用於整合自 SunEdison 所收購的技術技術以及實現矽片切片機的金剛線改造。公司實現淨利潤為人民幣 19.75 億元，同比下降 2.7%。淨利潤分別比我們與市場一致共識估計分別低 17.3% 和 19.8%。
- ❖ **光伏材料板塊：正面臨激烈價格戰。**保利協鑫 2017 所實現的矽片成本下降優於我們預期。我們測算矽片銷售毛利率僅輕微下跌 3.7 個百分點至 23.2%，而同期矽片銷售均價則下跌 18.3% 至每瓦 0.134 美元。產能產量方面，隨著矽片產能在 2017 年同比增長 41% 至 24GW，切片機所採用的金剛線改造顯著提高了生產效率，矽片銷量也同比實現 33.7% 的增長。金剛線改造的完成將使 GCL 在 2018 年的產能增長率再增長 67% 至 40GW，管理層計畫 30GW 用於內部矽片生產，其餘 10GW 提供外委加工。自 4Q17 以來，單晶矽片製造商產能規模不斷擴大，多晶與單晶矽片為了爭奪市場價格競爭非常激烈。我們認為價格戰尚未結束，2018 年預料公司多晶矽片毛利將受價格擠壓將下降至 12.5%。
- ❖ **產能和技術均進入轉型期。**一直以來保利協鑫在太陽能產業鏈中處於領先地位。管理層希望增加額外投入以在技術儲備和成本效益方面維持對競爭對手的領先優勢。目前公司在產能和技術方面均處於的轉型期，公司的發展要點在於：1) 通過新疆多晶矽擴張利以降低能源成本，2) 進一步改善金剛線和黑矽技術組合，3) 整合連續直拉單晶 (CCZ) 技術以提高單一市場滲透率，以及 4) 基於推進硫化床多晶矽技術 (FBR) 鞏固以實現技術革新。新疆工廠計畫在 4 季度釋放產能，相比之下，我們認為市場對其餘三項技術方面的革新的理解是具有較高的不確定性。
- ❖ **目標價降至 1.21 港元，下調評級為持有。**我們預計新能源業務板塊將繼續為保利協鑫帶來顯著的盈利增長，然而光伏材料業務板塊將顯著受到利潤擠壓。我們預計 2018 年光伏材料業務板塊收益將同比下降 20%。我們將 2018 年至 2019 年的收益分別從 31.53 / 41.38 億元分別下調 22.6% / 36.7% 至 24.40 / 26.21 億元人民幣。我們的部分加總估值相應調整至每股 1.21 港元。下調至持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
調整後 EPS (人民幣)	0.110	0.107	0.131	0.141	0.176
EPS 變動 (%)	(29)	(3)	23	7	25
市盈率 (x)	8.7	8.9	7.3	6.8	5.4
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	10	9	10	9	11
淨財務杠杆率 (%)	148	185	216	212	188

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (下調)

目標價	HK\$1.21
(此前目標價)	HK\$1.81)
潛在升幅	+6.1%
當前股價	HK\$1.14

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)	21,195
3 月平均流通量(百萬港元)	166.69
52 周內股價高/低(港元)	1.63/0.72
總股本(百萬)	18,592

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	-6.6%	-7.7%
3-月	-8.8%	-16.5%
6-月	11.8%	-1.3%

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.gcl-poly.com.hk

利潤表

年結：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	22,025	23,794	32,703	33,369	34,349
光伏材料	19,270	19,355	26,277	25,987	26,091
太阳能电站业务	508	497	497	497	496
新能源业务	2,246	3,942	5,929	6,886	7,762
销售成本	(14,980)	(15,596)	(22,922)	(22,821)	(22,610)
毛利	7,044	8,198	9,781	10,548	11,739
销售费用	(73)	(119)	(131)	(133)	(137)
行政费用	(1,847)	(2,188)	(2,616)	(2,670)	(2,748)
其它收益	(165)	(465)	(368)	(409)	(391)
息税前收益	4,960	5,426	6,666	7,336	8,463
融资成本	(2,149)	(2,541)	(3,037)	(3,356)	(3,578)
合资企业	33	27	30	30	30
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,844	2,912	3,659	4,010	4,916
已终止经营业务	(112)	77	-	-	-
所得税	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
减去：非控制股东权益	165	377	634	768	898
净利润	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
核心净利润	2,142	1,926	2,440	2,621	3,281

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
非流动资产	59,907	76,169	86,291	91,728	94,891
物业、厂房及设备	52,462	63,780	74,783	80,375	84,167
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	4,128	4,226	4,295
流动资产	27,112	31,111	30,652	32,014	36,651
现金及现金等价物	12,189	14,393	9,780	10,383	14,420
应收贸易款项	12,285	14,537	19,070	19,801	20,360
存货	966	991	1,374	1,402	1,443
关联款项	268	720	268	268	268
其它	1,405	469	161	161	161
流动负债	35,311	41,659	42,164	42,183	43,396
应付贸易账款	17,860	19,592	19,760	18,090	18,096
客户预收款	518	612	807	799	802
借债	14,529	20,817	21,096	22,795	23,998
关联款项	422	177	177	177	177
其它	1,982	461	323	323	323
非流动负债	29,225	36,549	44,398	47,789	50,198
客户预收款	183	119	676	669	672
借债	28,399	35,614	43,152	46,550	48,957
递延收入	276	594	350	350	350
递延税项	367	222	220	220	220
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	23,394	27,308	30,381	33,770	37,948
净资产总值	2,573	4,532	5,166	5,934	6,832
股东权益	20,821	22,775	25,215	27,836	31,116

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
息稅前收益	4,960	5,427	6,666	7,336	8,463
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)	(4,390)	(658)	(528)
税务开支	(537)	(638)	(585)	(622)	(737)
其它	(3,025)	-	(2,520)	(2,310)	(2,440)
经营活动所得净现金流	7,033	6,048	3,466	8,365	9,651
购置固定资产	(16,062)	(19,051)	(10,793)	(10,210)	(8,685)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	7,912	-	(2,650)	(1,760)	(527)
投资活动所得现金净额	(8,150)	(19,051)	(13,443)	(11,970)	(9,212)
股份发行	(2)	(1)	-	-	-
净借贷	(1,641)	13,504	7,498	5,147	3,645
股息	-	-	-	-	-
其它	410	1,188	(2,001)	(1,001)	1
融资活动所得现金净值	(1,232)	14,691	5,497	4,146	3,646
现金增加净额	(1,597)	1,688	(4,480)	542	4,085
年初现金及现金等价物	10,341	8,985	10,673	6,194	6,735
汇兑	241	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,985	10,673	6,194	6,735	10,820
受限制现金	3,231	3,720	3,586	3,647	3,600
资产负债表现金	12,216	14,393	9,780	10,383	14,420

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
销售组合(%)					
光伏材料业务	87.5	81.3	80.4	77.9	76.0
太阳能电站业务	2.3	2.1	1.5	1.5	1.4
新能源业务	10.2	16.6	18.1	20.6	22.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	32.0	34.5	29.9	31.6	34.2
税前利率	12.9	12.2	11.2	12.0	14.3
净利润率	9.2	8.3	7.5	7.9	9.6
核心净利润率	9.7	8.1	7.5	7.9	9.6
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	0.7	0.8	0.8
	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
平均应收账款周转天数	220.8	205.7	187.5	212.6	213.4
平均应付帐款周转天数	408.8	438.3	313.3	302.7	292.1
平均存货周转天数	28.7	22.9	18.8	22.2	23.0
	206.2	247.8	254.8	249.1	234.5
净负债/股东权益比率(%)	147.6	184.6	216.0	211.8	188.1

回报率(%)

资本回报率	9.7	8.7	9.7	9.4	10.5
资产回报率	2.3	1.8	2.1	2.1	2.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.11	0.11	0.13	0.14	0.18
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面价值(人民币)	1.12	1.23	1.36	1.50	1.67

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-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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3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，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责任。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(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士。