

协鑫新能源(451 HK, HK\$0.43 目标价: HK\$0.60, 买入) — 高速增长在望

- ❖ **亏转盈, 并成功实现业务转型。**协鑫新能源发布了 2016 年业绩。持续经营收入录得 22.5 亿(人民币, 下同), 按年增长 226.5%, 较我们预期高 10.3%。年内由于抢装因素, 新增装机利用率较高, 并且利用小时数达 1,260 小时, 符合预期。毛利录得 15.7 亿, 毛利率为 69.9%, 较 2015 年降低 2.2 个百分点, 主要由于部分地区装机受限电及雾霾带来轻微影响。净利润方面, 公司实现亏转盈, 自 15 年亏损 1,500 万至 16 年盈利 1.3 亿元。如剥离非经常性损益, 公司 2016 年持续运营业务核心净利润为 3 亿, 较 2015 年 76 百万增长 293.7%。公司将在 2017 年剥离并购所得的 PCB 业务板块, 转为纯光伏电站开发运营商。
- ❖ **卓越的执行力是核心竞争力。**相较于其他光伏电站运营商, 我们相信协鑫新能源展现了卓越的项目执行能力, 并且这种执行能力是全国范围性的。公司 2016 年在激烈的市场竞争中实现了新增装机 1,871 兆瓦。同时, 公司还通过专案竞标锁定了共计 510 兆瓦的领跑者及光伏扶贫专案。对于 2017 年新增装机指引, 管理层设定新增装机 1.5-2 吉瓦目标, 其中将有 133 兆瓦来自美国, 5 兆瓦来自日本。目前公司持有超过 1.8 吉瓦专案待开发, 并且全部已经获得专案核准, 新增装机计划实现的可能性很高。
- ❖ **轻资产模式将会成为潜在业绩催化剂。**协鑫新能源计划在 2017 年通过出售专案股权方式实现 1-1.5 吉瓦资产出表。管理层解释项目出售主要是出于短期战略考虑, 主要目标是 1) 实现专案股本金快速回收以改善财务指标, 2) 抓住光伏下游有限的视窗机遇。因管理层透露资产收购合作金融机构对于专案投资回报的要求低于公司目前 12% 的项目内部回报率水准, 我们预期公司将通过资产出售提前实现部分专案利润, 此外, 公司还能够通过专案的运营和维护获取专案管理回报。
- ❖ **重申买入, 目标价维持每股 0.60 港元。**基于管理层对业务运营指引, 以及对公司财务预测的更新, 我们将 2017, 2018 年的净利润自 11.1 亿及 18.9 亿分别调低 22.9% 及 33.6% 至 8.5 亿及 12.6 亿元。我们的目标价相当于 2017 年预测市盈率的 11.8 倍。基于公司净利润将实现快速增长, 以及公司卓越的项目执行能力, 我们相信目标估值水准可获支持。重申买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	688	2,246	3,815	5,253	6,725
净利润(百万元人民币)	(15)	130	853	1,258	1,669
每股收益(人民币, 分)	(0.11)	0.70	4.47	6.59	8.75
每股收益变动(%)	N/A	N/A	539	47	33
市盈率(x)	N/A	61.4	8.6	5.8	4.4
市帐率(x)	2.2	2.6	2.0	1.5	1.1
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(0.6)	2.8	15.7	18.8	20.0
净财务杠杆率(%)	480.5	411.3	559.3	605.1	567.7

来源: 公司及招銀国际研究部

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

中国新能源

协鑫新能源 (451 HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.43
目标价	HK\$0.60
市值(港币百万)	8,202
过去 3 月平均交易(港币百万)	6.75
52 周高/低(港币)	0.55/0.305
发行股数(百万)	19,074
主要股东	保利协鑫(62.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	10.3%	7.0%
3 月	2.4%	-6.6%
6 月	-1.1%	-3.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	688	2,246	3,815	5,253	6,725
太陽能業務	688	2,246	3,815	5,253	6,725
銷售成本	(192)	(676)	(1,123)	(1,592)	(2,046)
毛利	496	1,571	2,692	3,661	4,679
行政費用	(283)	(371)	(381)	(525)	(673)
其他收益及費用	145	182	108	128	147
息稅前收益	359	1,382	2,419	3,263	4,154
融資成本淨額	(314)	(940)	(1,361)	(1,800)	(2,224)
合資及聯營企業	9	1	9	10	10
其它	29	(175)	(53)	(30)	-
特殊項目	(91)	(169)	-	-	-
稅前利潤	(8)	99	1,013	1,443	1,940
所得稅	(6)	42	(23)	(49)	(135)
少數股東權益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
淨利潤	(15)	129	853	1,258	1,668
核心淨利潤	76	299	853	1,258	1,668

来源: 公司及招銀國際研究部預測

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	16,947	30,739	40,940	51,200	59,497
物業、廠房及設備	14,194	26,755	37,676	47,970	57,103
預付租金	52	109	97	85	73
合資企業投資	68	42	51	60	69
預付款	2,355	3,372	2,834	2,803	1,970
其它非流動資產	278	460	281	281	281
流動資產	6,556	10,739	8,699	9,267	10,557
現金及現金等價物	1,965	3,826	1,660	1,336	2,911
應收賬款	3,151	3,386	5,682	6,573	6,287
存貨	167	-	-	-	-
關聯款項	56	20	56	56	56
其它流動資產	1,217	3,506	1,302	1,302	1,302
流動負債	12,858	18,017	16,725	18,474	19,554
應付帳款	7,100	11,394	10,113	9,908	9,279
關聯欠款	180	83	150	150	150
關聯借款	646	676	676	676	676
借貸	4,875	4,948	5,726	7,680	9,388
其他流動負債	58	916	60	60	60
非流動負債	8,202	17,041	25,636	33,451	40,285
借貸	8,173	17,012	25,609	33,425	40,258
遞延收入	7	-	7	7	7
遞延稅項	22	29	20	20	20
其它非流動負債	-	-	-	-	-
少數股東權益	1	1,847	1,852	1,858	1,863
永續債	-	1,800	1,800	1,800	1,800
淨資產淨額	2,441	4,573	5,426	6,684	8,352
股東權益	2,441	4,573	5,426	6,684	8,352

来源: 公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	363	1,408	2,419	3,263	4,154
折舊和攤銷	384	562	972	1,346	1,723
運營資金變動	1,498	4,225	(3,576)	(1,097)	(343)
稅務開支	(21)	42	(39)	(23)	(49)
其它	(2,188)	(5,787)	1,021	(2,062)	(2,163)
經營活動所得現金淨額	35	450	796	1,427	3,322
資本開支	(9,366)	(13,900)	(12,077)	(11,229)	(10,416)
聯營公司	(26)	25	(9)	(9)	(9)
其它	211	4,160	2,000	2,130	1,330
投資活動所得現金淨額	(9,181)	(9,714)	(10,086)	(9,108)	(9,095)
股份及永續債發行	-	3,764	-	-	-
淨借貸	11,095	8,942	9,375	9,770	8,541
股息	-	-	-	-	-
其它	(616)	(1,551)	(2,200)	(2,310)	(1,060)
融資活動所得現金淨額	10,479	11,155	7,175	7,460	7,481
現金增加淨額	1,334	1,890	(2,115)	(221)	1,708
年初現金及現金等價物	598	1,965	3,853	1,738	1,517
匯兌	33	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,965	3,853	1,738	1,517	3,225
受限制現金	952	2,255	1,130	1,130	1,130
隨資產出售現金	-	(27)	-	-	-
資產負債表現金	2,917	6,082	2,868	2,647	4,355

来源: 公司及招銀国际研究部预测

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
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	72.1	69.9	70.6	69.7	69.6
稅前利率	(1.2)	4.4	26.6	27.5	28.9
淨利潤率	(2.1)	5.8	22.4	24.0	24.8
有效稅率	(73.8)	(42.5)	2.3	3.4	6.9

資產負債表比率

流動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
平均營收周轉天數	232.7	246.6	395.0	396.0	336.5
平均存貨周轉天數	28.2	8.0	n/a	n/a	n/a
債務/股本比率 (%)	560.8	352.6	439.8	489.1	492.6
淨負債/股東權益比率 (%)	480.5	411.3	559.3	605.1	567.7

回報率 (%)

股本回報率	(0.6)	2.8	15.7	18.8	20.0
資產回報率	(0.1)	0.3	1.7	2.1	2.4

每股數據

每股盈利 (人民幣分)	(0.11)	0.70	4.47	6.59	8.75
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	0.18	0.15	0.19	0.26	0.34

来源: 公司及招銀国际研究部预测

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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风险。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联络。

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。