保利协鑫 (3800 HK)

价格波动和技术转型带来不确定性

- **毛利胜预期，但净利低于预期。**保利协鑫 2017 年实现营收为人民币 237.94 亿元，同比上涨 8.0%，这主要得益于新能源业务表现强劲的增长，而光伏材料板块收入持平。毛利达到人民币 81.99 亿元，同比增长 16.4%，高于我们预期的 8.8%，显示多晶硅和硅片生产成本控制显著优于我们的预期。然而在销售、管理费用和其他开支方面，则远高于我们的估计，合并后拖累税前利润较我们的预估低 15.5%。2017 年公司的研发费用显着扩张，同比上涨 287%，从 2.47 亿元人民币上调至 9.56 亿元人民币。管理层解释研发费用增加用于整合自 SunEdison 所收购的技术技术以及实现硅片切片机的金刚线改造。公司实现净利润为人民币 19.75 亿元，同比下降 2.7%。净利润分别比我们与市场一致共识估计分别低 17.3%和 19.8%。
- **光伏材料板块：正面临激烈价格战。**保利协鑫 2017 所实现的硅片成本下降优于我们预期。我们测算硅片销售毛利率仅轻微下跌 3.7 个百分点至 23.2%，而同期硅片销售均价则下跌 18.3%至每瓦 0.134 美元。产能产量方面，随着硅片产能在 2017 年同比增长 41%至 24GW，切片机所采用的金刚线改造显着提高了生产效率，硅片销量也同比实现 33.7%的增长。 金刚线改造的完成将使 GCL 在 2018 年的产能增长率再增长 67%至 40GW，管理层计划 30GW 用于内部硅片生产，其余 10GW 提供外委加工。自 4Q17 以来，单晶硅片制造商产能规模不断扩大，多晶与单晶硅片为了争夺市场价格竞争非常激烈。我们认为价格战尚未结束，2018 年预料公司多晶硅硅片毛利将受价格挤压将下降至 12.5%。
- **产能和技术均进入转型期。**一直以来保利协鑫在太阳能产业链中处于领先地位。管理层希望增加额外投入以在技术储备和成本效益方面维持对竞争对手的领先优势。目前公司在产能和技术方面均处于的转型期，公司的发展要点在于：1）通过新疆多晶硅扩张利以降低能源成本，2）进一步改善金刚线和黑硅技术组合，3）整合连续直拉单晶（CCZ）技术以提高单一市场渗透率，以及 4）基于推进硫化床多晶硅技术（FBR）巩固以实现技术革新。新疆工厂计划在 4 季度释放产能，相比之下，我们认为市场对其余三项技术方面的革新的理解是具有较高的不确定性.
- **目标价降至 1.21 港元，下调评级为持有。**我们预计新能源业务板块将继续为保利协鑫带来显著的盈利增长，然而光伏材料业务板块将显著受到利润挤压。我们预计 2018 年光伏材料业务板块收益将同比下降 20%。我们将 2018 年至 2019 年的收益分别从 31.53 / 41,38 亿元分别下调 22.6%/ 36.7%至 24.40 / 26.21 亿元人民币。我们的分部加总估值相应调整至每股 1.21 港元。下调至持有评级。

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	32,703	33,369	34,349
调整后净利润 (百万人民币)	2,029	1,974	2,440	2,621	3,281
调整后 EPS (人民币)	0.110	0.107	0.131	0.141	0.176
EPS 变动 (%)	(29)	(3)	23	7	25
市盈率(x)	8.7	8.9	7.3	6.8	5.4
市帐率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率（%）	10	9	10	9	11
净财务杠杆率(%)	148	185	216	212	188

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（下调）

目标价	HK$1.21
(此前目标价	HK$1.81)
潜在升幅	+6.1%
当前股价	HK$1.14

萧小川
电话：(852) 3900 0849
邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	21,195
3 月平均流通量 (百万港元)	166.69
52 周内股价高/低 (港元)	1.63/0.72
总股本 (百万)	18,592

资料来源: 彭博

股东结构

朱共山	32.4%

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.6%	-7.7%
3-月	-8.8%	-16.5%
6-月	11.8%	-1.3%

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

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**

來源：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**

來源：公司、招銀國際預測

现金流量表

年结：12月31日（人民币 百万）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	**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**

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年结：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

來源：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着区别，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 年证券交易法规则 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。