

## 保利协鑫 (3800 HK)

### 成本依旧是核心

- ❖ **1Q17 实现满产满销。**保利协鑫发布了1季度光伏材料业务运营表现，多晶硅是1季度业务中的亮点。多晶硅产量录得 19,508 吨，同比及环比分别上涨 6.9%及 15.7%。硅片产量录得 5,038 兆瓦，并几乎实现全部销售 4,916 兆瓦。硅片的产量及销量同比分别上涨 19.2%及 10.6%，环比上涨 8.3%及 2.4%。基于对中国光伏下游市场需求较为清淡的预期，我们对保利协鑫 1 季度实现产量进一步增长，并继续满产满销略感意外。
- ❖ **我们预期 2017 年光伏需求不会出现断崖式下跌。**基于 2017 年近 5 个月的市场观察，我们预料 2017 年中国光伏安装将在 24.5-28.5 吉瓦区间，其中领跑者计划 5.5 吉瓦，光伏扶贫项目 4 吉瓦，大型地面电站 9-11 吉瓦，以及 6.8 吉瓦的分布式项目。受光伏度电成本下降所带来的其它发展中国家光伏装机增加支持，我们预期 2017 年将不会出现明显的光伏需求下滑。我们预期全球光伏装机将维持增长趋势，自 2016 年 76 吉瓦上升至 2017 年的 79 吉瓦，因此我们判断光伏材料的价格将可以维持在目前水平。
- ❖ **竞跑进一步成本控制。**应对日益激烈的价格压力及市场竞争，公司制定了明确的步调以进一步缩减产品成本：1) 对现有的生产工艺进一步提升效率，缩减成本；2) 在新疆建立多晶硅产线以利用当地低价电力；3) 推行新的产品组合（金刚线切割-黑硅以及铸锭单晶硅片）以巩固市场份额并抵御竞品；4) 通过 SunEdison 收购进一步对生产工艺进行升级。我们预期保利协鑫将在年内将多晶硅生产成本降至每公斤 11 美元以下，硅片制造成本将降至每瓦 0.50 美元以下。我们同时预期 2017E/2018E/2019E 多晶硅产量将分别达 75k/80k/88k 吨，并且新疆产线将在 2018 年末开始有产出贡献。
- ❖ **目标价自 1.37 港元下调至 1.18 港元。**基于光伏材料剧烈的价格变化，以及对于公司有效的成本控制预期，我们对保利协鑫的生产成本及年度销售均价预期进行了下调。由于光伏材料销售均价下跌的幅度快于成本降低的速度，我们相信 2017 年公司在光伏材料的毛利率将受到轻微挤压。我们将 2017-18E 净利预测分别下调 28.9%及 17.7%，自人民币 30.8 亿，30.1 亿下调至人民币 21.9 亿及 25.0 亿元。基于我们更新的分布估值加总预测，我们求得保利协鑫的合理股价应为每股 1.18 港元，对应 2017 年 8.9 倍 PE。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	21,766	22,025	21,396	22,649	24,207
调整后净利润(百万人民币)	2,425	2,029	2,193	2,495	2,903
调整后 EPS (人民币)	0.155	0.109	0.118	0.134	0.156
EPS 变动 (%)	57	(30)	8	14	16
市盈率(x)	5.1	7.3	6.7	5.9	5.1
市帐率(x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	9.7	-	-	-	-
权益收益率 (%)	15	10	10	10	10
净财务杠杆率 (%)	175	148	201	217	222

资料来源：公司及招银国际研究预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$1.18
(此前目标价)	HK\$1.37
潜在升幅	+32.6%
当前股价	HK\$0.89

#### 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)	16,543
3月平均流通量(百万港元)	97.57
52周内股价高/低(港元)	1.24/0.85
总股本(百万)	18,588

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	-5.3%	-9.6%
3-月	-15.2%	-18.7%
6-月	-11.0%	-21.0%

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（人民幣百萬）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>21,766</b>	<b>22,025</b>	<b>21,396</b>	<b>22,649</b>	<b>24,207</b>
光伏材料	19,243	19,270	17,045	16,860	16,946
太陽能電站業務	554	508	536	536	536
新能源業務	1,970	2,246	3,815	5,253	6,725
銷售成本	(15,990)	(14,980)	(14,054)	(14,131)	(14,435)
<b>毛利</b>	<b>5,776</b>	<b>7,044</b>	<b>7,342</b>	<b>8,518</b>	<b>9,772</b>
銷售費用	(79)	(73)	(71)	(75)	(80)
行政費用	(1,581)	(1,847)	(1,712)	(1,812)	(1,937)
其它收益	(249)	(165)	(224)	(278)	(288)
<b>息稅前收益</b>	<b>3,866</b>	<b>4,960</b>	<b>5,335</b>	<b>6,353</b>	<b>7,468</b>
融資成本	(2,209)	(2,149)	(2,155)	(2,665)	(3,128)
合資企業	(50)	33	33	33	33
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	1,160	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,768</b>	<b>2,844</b>	<b>3,213</b>	<b>3,721</b>	<b>4,373</b>
已終止經營業務	489	(112)	-	-	-
所得稅	(530)	(537)	(578)	(633)	(722)
非控制股東權益	(302)	(165)	(442)	(594)	(749)
<b>淨利潤</b>	<b>2,425</b>	<b>2,029</b>	<b>2,193</b>	<b>2,495</b>	<b>2,903</b>

來源：公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>46,636</b>	<b>59,907</b>	<b>73,987</b>	<b>86,048</b>	<b>95,978</b>
物業、廠房及設備	41,650	52,462	65,596	76,629	86,618
預付租金	1,102	1,124	1,050	1,000	950
無形資產	54	125	129	132	135
預付款	2,686	3,640	4,601	5,451	5,251
其它	1,145	2,557	2,611	2,837	3,026
<b>流動資產</b>	<b>33,055</b>	<b>27,112</b>	<b>25,347</b>	<b>24,119</b>	<b>28,668</b>
現金及現金等價物	16,876	12,189	9,269	7,175	11,880
應收貿易款項	14,368	12,285	14,472	15,271	15,028
存貨	1,387	966	1,177	1,246	1,331
關聯款項	52	268	268	268	268
其它	373	1,405	161	161	161
<b>流動負債</b>	<b>40,993</b>	<b>35,311</b>	<b>37,019</b>	<b>37,769</b>	<b>40,207</b>
應付貿易賬款	15,698	17,860	15,915	15,648	15,048
客戶預收款	479	518	418	414	416
借債	24,258	14,529	19,995	21,016	24,052
關聯款項	206	422	422	422	422
其它	352	1,982	268	268	268
<b>非流動負債</b>	<b>21,138</b>	<b>29,225</b>	<b>36,286</b>	<b>42,327</b>	<b>51,670</b>
客戶預收款	203	183	293	290	291
借債	20,310	28,399	35,423	41,467	50,809
遞延收入	352	276	350	350	350
遞延稅項	223	367	220	220	220
其它	51	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>17,560</b>	<b>23,394</b>	<b>26,029</b>	<b>29,117</b>	<b>32,769</b>
	-	-	-	-	-
<b>淨資產總值</b>	<b>1,705</b>	<b>2,573</b>	<b>3,015</b>	<b>3,609</b>	<b>4,358</b>
<b>股東權益</b>	<b>15,854</b>	<b>20,821</b>	<b>23,014</b>	<b>25,508</b>	<b>28,411</b>

來源：公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結：12月31日（人民幣百萬）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>3,866</b>	<b>4,960</b>	<b>5,335</b>	<b>6,353</b>	<b>7,468</b>
折舊和攤銷	3,247	3,208	3,571	3,997	4,428
運營資金變動	(1,588)	2,428	(2,176)	(642)	345
稅務開支	748	(537)	(578)	(633)	(722)
其它	(3,055)	(2,273)	(3,065)	(3,023)	(2,605)
<b>經營活動所得淨現金流</b>	<b>3,218</b>	<b>7,785</b>	<b>3,087</b>	<b>6,053</b>	<b>8,914</b>
購置固定資產	(9,297)	(16,062)	(16,077)	(15,229)	(14,416)
聯營公司	(119)	-	-	-	-
其它	2,010	7,912	(1,995)	(2,000)	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(7,405)</b>	<b>(8,150)</b>	<b>(18,072)</b>	<b>(17,229)</b>	<b>(14,416)</b>
股份發行	0	2,846	-	-	-
淨借貸	9,892	(1,641)	11,666	11,402	9,534
股息	(1,120)	-	-	-	-
其它	1,169	(2,437)	-	(3,072)	44
<b>融資活動所得現金淨值</b>	<b>9,941</b>	<b>(1,232)</b>	<b>11,666</b>	<b>8,330</b>	<b>9,578</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>5,754</b>	<b>(1,597)</b>	<b>(3,320)</b>	<b>(2,846)</b>	<b>4,076</b>
年初現金及現金等價物	4,362	10,341	8,985	5,666	2,819
匯兌	225	241	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>10,341</b>	<b>8,985</b>	<b>5,666</b>	<b>2,819</b>	<b>6,895</b>
受限制現金	6,535	3,231	3,603	4,356	4,985
<b>資產負債表現金</b>	<b>16,876</b>	<b>12,216</b>	<b>9,269</b>	<b>7,175</b>	<b>11,880</b>

來源：公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合(%)</b>					
光伏材料業務	88.4	87.5	79.7	74.4	70.0
太陽能电站業務	2.5	2.3	2.5	2.4	2.2
新能源業務	9.1	10.2	17.8	23.2	27.8
<b>合計</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	26.5	32.0	34.3	37.6	40.4
稅前利率	12.7	12.9	15.0	16.4	18.1
淨利潤率	11.1	9.2	10.2	11.0	12.0
核心淨利潤率	6.8	9.5	10.2	11.0	15.0
有效稅率	19.1	18.9	18.0	17.0	16.5

**資產負債比率**

流動比率(x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7
平均應收賬款周轉天數	210.8	220.8	228.2	239.7	228.4
平均應付帳款周轉天數	366.8	408.8	438.6	407.6	388.1
平均存貨周轉天數	43.9	28.7	27.8	31.3	32.6
淨負債/股東權益比率(%)	174.7	147.6	200.5	216.8	221.7

**回報率(%)**

資本回報率	15.3	9.7	9.5	9.8	10.2
資產回報率	3.0	2.3	2.2	2.3	2.3

**每股數據**

每股盈利(人民幣)	0.16	0.11	0.12	0.13	0.16
每股股息(港幣)	0.09	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	1.02	1.12	1.24	1.37	1.53

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作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。