

保利協鑫 (3800 HK)

成本依舊是核心

- ❖ **1Q17 實現滿產滿銷。**保利協鑫發佈了1季度光伏材料業務運營表現，多晶矽是1季度業務中的亮點。多晶矽產量錄得 19,508 噸，同比及環比分別上漲 6.9%及 15.7%。矽片產量錄得 5,038 兆瓦，並幾乎實現全部銷售 4,916 兆瓦。矽片的產量及銷量同比分別上漲 19.2%及 10.6%，環比上漲 8.3%及 2.4%。基於對中國光伏下游市場需求較為清淡的預期，我們對保利協鑫 1 季度實現產量進一步增長，並繼續滿產滿銷略感意外。
- ❖ **我們預期 2017 年光伏需求不會出現斷崖式下跌。**基於 2017 年近 5 個月的市場觀察，我們預料 2017 年中國光伏安裝將在 24.5-28.5 吉瓦區間，其中領跑者計畫 5.5 吉瓦，光伏扶貧項目 4 吉瓦，大型地面電站 9-11 吉瓦，以及 6.8 吉瓦的分散式項目。受光伏度電成本下降所帶來的其它發展中國家光伏裝機增加支援，我們預期 2017 年將不會出現明顯的光伏需求下滑。我們預期全球光伏裝機將維持增長趨勢，自 2016 年 76 吉瓦上升至 2017 年的 79 吉瓦，因此我們判斷光伏材料的價格將可以維持在目前水準。
- ❖ **競跑進一步成本控制。**應對日益激烈的價格壓力及市場競爭，公司制定了明確的步調以進一步縮減產品成本：1) 對現有的生產工藝進一步提升效率，縮減成本；2) 在新疆建立多晶矽產線以利用當地低價用電；3) 推行新的產品組合（金剛線切割-黑矽以及鑄錠單晶矽片）以鞏固市場份額並抵禦競品；4) 通過 SunEdison 收購進一步對生產工藝進行升級。我們預期保利協鑫將在年內將多晶矽生產成本降至每公斤 11 美元以下，矽片製造成本將降至每瓦 0.50 美元以下。我們同時預期 2017E/2018E/2019E 多晶矽產量將分別達 75k/80k/88k 噸，並且新疆產線將在 2018 年末開始有產出貢獻。
- ❖ **目標價自 1.37 港元下調至 1.18 港元。**基於光伏材料劇烈的價格變化，以及對於公司有效的成本控制預期，我們對保利協鑫的生產成本及年度銷售均價預期進行了下調。由於光伏材料銷售均價下跌的幅度快於成本降低的速度，我們相信 2017 年公司在光伏材料的毛利率將受到輕微擠壓。我們將 2017-18E 淨利預測分別下調 28.9%及 17.7%，自人民幣 30.8 億，30.1 億下調至人民幣 21.9 億及 25.0 億元。基於我們更新的分佈估值加總預測，我們求得保利協鑫的合理股價應為每股 1.18 港元，對應 2017 年 8.9 倍 PE。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	21,766	22,025	21,396	22,649	24,207
調整後淨利潤(百萬人民幣)	2,425	2,029	2,193	2,495	2,903
調整後 EPS(人民幣)	0.155	0.109	0.118	0.134	0.156
EPS 變動 (%)	57	(30)	8	14	16
市盈率(x)	5.1	7.3	6.7	5.9	5.1
市帳率(x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	9.7	-	-	-	-
權益收益率 (%)	15	10	10	10	10
淨財務杠杆率 (%)	175	148	201	217	222

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$1.18
(此前目標價)	HK\$1.37
潛在升幅	+32.6%
當前股價	HK\$0.89

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)	16,543
3月平均流通量(百萬港元)	97.57
52周內股價高/低(港元)	1.24/0.85
總股本(百萬)	18,588

資料來源：彭博

股東結構

朱共山	32.4%
-----	-------

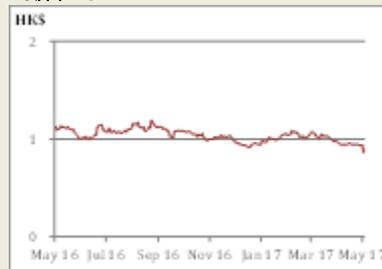
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.3%	-9.6%
3-月	-15.2%	-18.7%
6-月	-11.0%	-21.0%

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（人民幣百萬）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	21,766	22,025	21,396	22,649	24,207
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)
毛利	5,776	7,044	7,342	8,518	9,772
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)
息稅前收益	3,866	4,960	5,335	6,353	7,468
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	-	-	-	-
稅前利潤	2,768	2,844	3,213	3,721	4,373
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)
淨利潤	2,425	2,029	2,193	2,495	2,903

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
非流動資產	46,636	59,907	73,987	86,048	95,978
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
流動資產	33,055	27,112	25,347	24,119	28,668
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
流動負債	40,993	35,311	37,019	37,769	40,207
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
非流動負債	21,138	29,225	36,286	42,327	51,670
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	-	-	-	-
少數股東權益	17,560	23,394	26,029	29,117	32,769
	-	-	-	-	-
淨資產總值	1,705	2,573	3,015	3,609	4,358
股東權益	15,854	20,821	23,014	25,508	28,411

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
息稅前收益	3,866	4,960	5,335	6,353	7,468
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)
經營活動所得淨現金流	3,218	7,785	3,087	6,053	8,914
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)	-
投資活動所得現金淨額	(7,405)	(8,150)	(18,072)	(17,229)	(14,416)
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
融資活動所得現金淨值	9,941	(1,232)	11,666	8,330	9,578
現金增加淨額	5,754	(1,597)	(3,320)	(2,846)	4,076
年初現金及現金等價物	4,362	10,341	8,985	5,666	2,819
匯兌	225	241	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,341	8,985	5,666	2,819	6,895
受限制現金	6,535	3,231	3,603	4,356	4,985
資產負債表現金	16,876	12,216	9,269	7,175	11,880

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
銷售組合(%)					
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
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

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: 香港中環夏愨道 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。