

Company Report

China Merchants Securities (HK)
Hong Kong Equity Research

GCL-Poly Energy (3800 HK)

Spin-off a short-term overhang, but polysilicon cost reduction is a plus

- Lower-than-expected 3Q14 wafer price, but satisfactory capacity utilization
- Stable polysilicon price expected in the near future
- Wafer business spin-off may lead to lower earnings

Event

GCL-Poly (3800 HK) released its 3Q14 business performance and an announcement of potential wafer business spin-off.

Our views

3Q14 wafer price lower than expected but still in full capacity: 3Q14 polysilicon ASP was US\$21.7/kg (yoy+25%, QoQ-4%) due to increased polysilicon imports in September. Wafer ASP was lower than expected due to increase in wafer processing trade (lower gross margin than normal sales). Management expected wafer ASP to be stable in 4Q14 as shipment portion of high-efficiency wafer will increase.

Polysilicon ASP expected to be stable: According to our channel check, major polysilicon manufacturers are operating close to full capacity and capacity expansion will not emerge until 2H15. Major downstream manufacturers are also operating at full capacity. Moreover, 1Q15E demand from Japan and the UK could edge higher. We expect tighter policy on polysilicon processing trades around the beginning of 2015. As a result, we expect polysilicon prices to be stable.

Wafer business spin-off could affect short-term profit negatively: The company plans to complete the wafer business spin-off before the end of 2014. In 1H14, wafer sales accounted for 58.4% of total revenue and 32% of gross profit. Details will likely to be released later. Our preliminary analysis suggested that after the spin-off, the interest cost saving may not fully offset the earnings decline, and as such 2015-16E EPS could be reduced by 11% and 2% respectively.

Valuation/ Key risks

Cut TP to HK\$2.85 and maintain our 'BUY' rating: Our new DCF TP is HK\$2.85 (25% lower than previous), implying 16.7x 2015E P/E with upside potential of 40%. TP downgrade is based on: 1) Wafer business spin-off leads to lower profitability; 2) 3Q14 wafer ASP was below our expectation. However, the company could focus more on the higher-margin polysilicon business after the spin-off. Furthermore, we expect reduction in the cost of polysilicon manufacturing by FBR technology and the operation of self-owned plants. The stock is trading at 11.9x 2015E P/E, not expensive compared with its overseas polysilicon peers. The company will return to profit in 2014 and we expect 2014-16E net profit CAGR of 42%.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	22,629	26,039	33,823	24,672	26,268
Growth (%)	-12%	15%	30%	-27%	6%
Net profit	-3,516	-664	2,038	2,649	4,086
Growth (%)	N/A	N/A	N/A	30%	54%
EPS (RMB)	-0.23	-0.04	0.13	0.17	0.26
DPS (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	N/A	N/A	15.5	11.9	7.7
P/B (x)	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3
ROE (%)	-21.7	-4.1	11.2	12.7	16.4

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Lei YIN

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

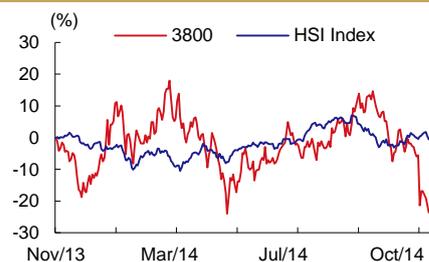
WHAT'S NEW

TP/EPS lowered

BUY

Previous	Buy
Price	HK\$2.04
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$2.85 (+40%)
Previous	BUY

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
3800 HK	(16.9)	(7.0)	(17.6)
HSI	3.4	4.8	3.3

Industry: Alternative Energy

Hang Seng Index	23529
HSCEI	10426

Key Data

52-week range (HK\$)	1.95-3.17
Market cap (HK\$ mn)	31,591
Avg. daily volume (mn)	118.56
BVPS (HK\$)	1.15

Shareholdings Structure

Asia Pacific Energy Fund	32.41%
No. of shares outstanding (mn)	15,486
Free float	67%

Related Research

1. GCL-Poly Energy (3800 HK) ST bullish on rising ASP, LT bullish on cost cutting (BUY) 2014/09/25

公司报告

招商证券(香港)有限公司

保利协鑫能源 (3800 HK)

交易短期负面, 建议关注多晶硅成本削减

- 三季度产品价格低于预期, 但产能利用率令人满意
- 预期未来多晶硅价格仍将维持总体稳定
- 硅片资产出售可能不能弥补短期盈利的受损事件

保利协鑫(3800 HK)公布三季度运营数据; 公告出售硅片资产。

我们的观点

三季度产品价格低于预期, 但仍满产满销: 三季度多晶硅销售价格21.7美金/公斤, 同比升25%、环比降4%, 多晶硅进口倾销是主要因素; 硅片价格低于预期, 管理层认为硅片贸易加工(毛利率低于直接销售)有一定影响, 展望四季度随着高效产品占比加大, 硅片价格有望整体平稳。

预期多晶硅价格维持稳定: 根据渠道调研, 国内主流多晶硅厂商目前产能利用率接近满产, 全球到2015年下半年才会有明显扩产。国内主流下游厂商接近满产, 2015年一季度日本、英国市场需求值得期待。再加上2015年初多晶硅加工贸易政策有望收紧, 可以预期四季度到2015年多晶硅价格有望维持稳定。

硅片资产出售将影响短期盈利: 公司计划于2014年底前完成硅片资产的剥离出售。2014上半年, 硅片销售营收占比58.4%、毛利占比32%(剔除多晶硅内部使用)。交易细节尚未披露, 我们初步测算2015-2016年EPS可能分别下降11%、2%, 资产出售带来的利息费用节约(管理层指引每年节约5亿港元利息费用)可能未能弥补盈利的损失。

估值与评级

下调目标价, 维持“买入”评级: 我们的新DCF目标价HK\$2.85(较前次下降25%), 隐含2015年P/E16.7x, 潜在涨幅40%, 没有考虑硅片资产出售价格。我们下调目标价基于: 1) 公司出售硅片资产, 利息费用降低未能弥补短期盈利受损; 2) 三季度硅片售价低于我们预期。公司未来将专注于高利润率的硅料业务, 硅烷流化床法硅料开始试生产, 成本削减和自备电厂投产值得期待。公司当前股价对应11.9x 2015E P/E, 与海外多晶硅同业相比并不算贵。2014年由亏转盈, 预计2015-2016净利CAGR42%。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	22,629	26,039	33,823	24,672	26,268
同比增长(%)	-12%	15%	30%	-27%	6%
净利润	-3,516	-664	2,038	2,649	4,086
同比增长(%)	N/A	N/A	N/A	30%	54%
每股盈利(元)	-0.23	-0.04	0.13	0.17	0.26
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	N/A	N/A	15.5	11.9	7.7
市净率(X)	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3
ROE(%)	-21.7	-4.1	11.2	12.7	16.4

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

殷磊

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

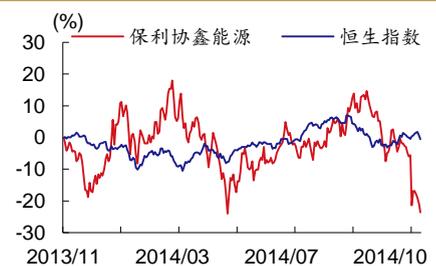
最新变动

目标价/EPS 下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$2.04
12个月目标价(上涨空间)	HK\$2.85 (+40%)
前次目标价:	买入

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3800 HK	(16.9)	(7.0)	(17.6)
HSI	3.4	4.8	3.3

行业: 新能源

恒生指数	23529
国企指数	10426

重要数据

52周股价区间(港元)	1.95-3.17
港股市值(百万港元)	31,591
日均成交量(百万股)	118.56
每股净资产(港元)	1.15

主要股东

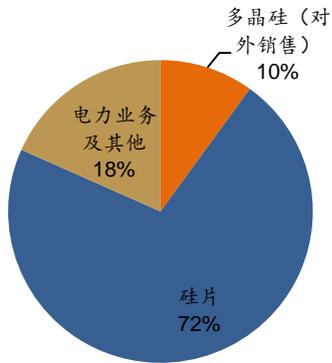
Asia Pacific Energy Fund	32.41%
总股数(百万股)	15,486
自由流通股	67%

相关报告

1. 保利协鑫能源(3800 HK)短期看涨价, 长期看成本(买入) 2014/09/25

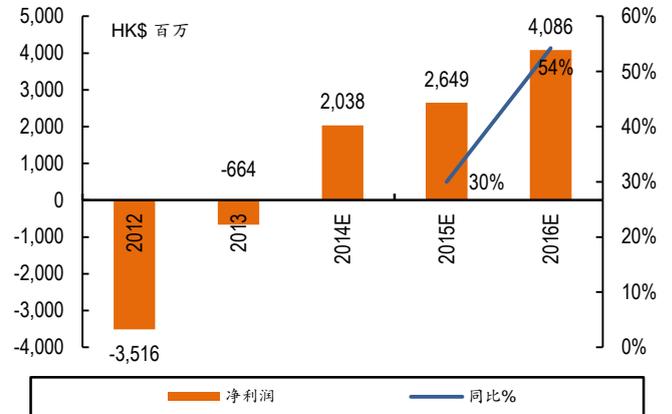
重点图表

图1: 1H2014毛利分布 (77%多晶硅内部使用)



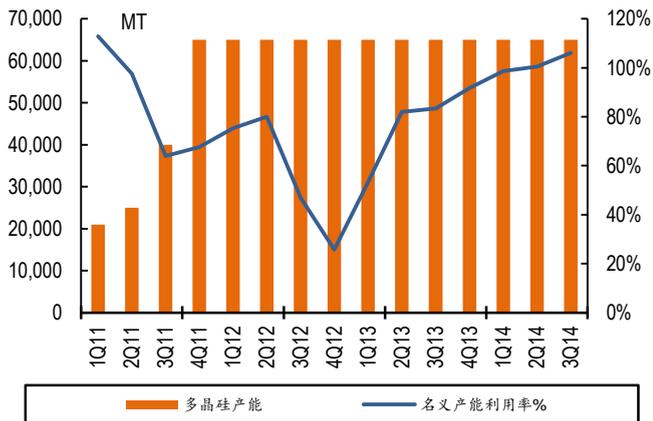
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司2014年亏转盈, 2015-16年复合增长率42%



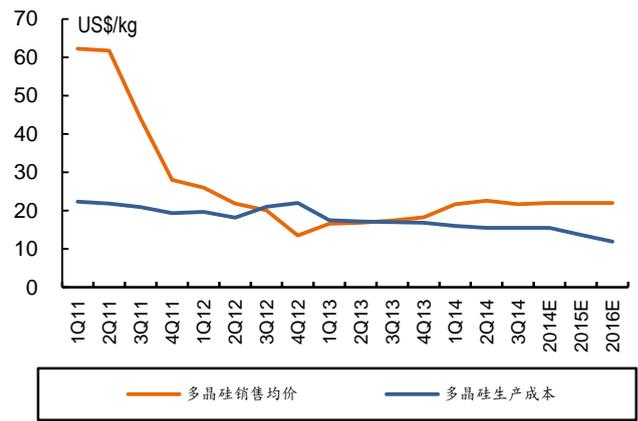
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 多晶硅产能利用率



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 多晶硅平均销售价格及生产成本预测



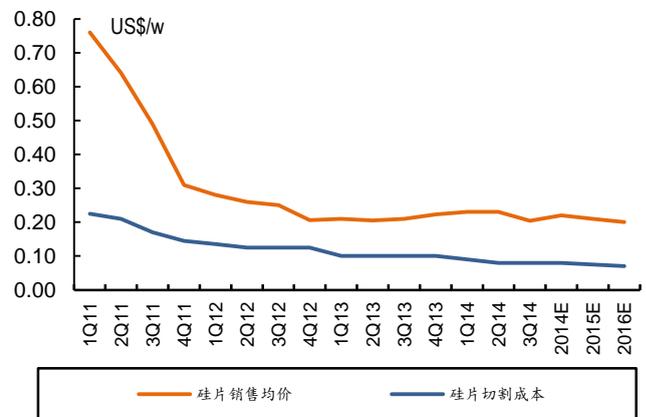
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 硅片产能利用率



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 硅片平均销售价格及切割成本预测



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

三季度产品价格承压、但需求旺盛满产满销

三季度公司多晶硅、硅片需求旺盛、满产满销。三季度多晶硅销售价格21.7美金/公斤，同比升25%、环比降4%，我们预计多晶硅生产成本15.5美金/公斤；硅片销售价格0.20美金/w，同比降3%、环比降11%。公司于2014年三季度末多晶硅产能6.5万吨，预计年底新增硅烷流化床产能1.2万吨、2015年再新增硅烷流化床产能1.3万吨，截至2015年底累计产能合计9万吨；2014年三季度末，公司硅片产能已达到12GW。

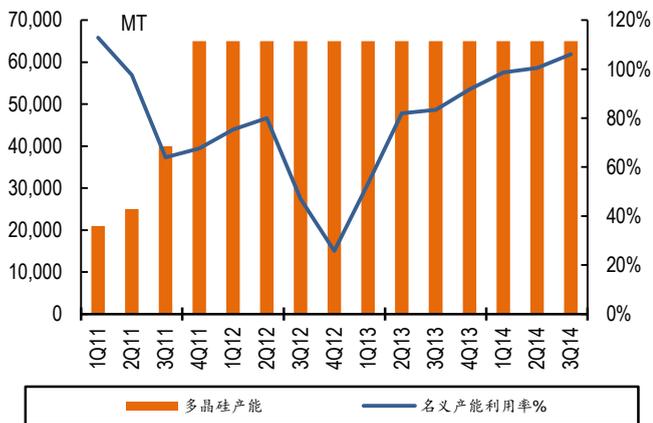
管理层指出，8-9月多晶硅进口数量大增对多晶硅市场价格有短期影响（进口多晶硅价格比较低），但是展望四季度以及2015年，随着需求的稳定增长以及2015年1月开始多晶硅“双反”政策正式执行，多晶硅价格有望维持稳定。三季度硅片价格低于市场预期，管理层认为硅片贸易加工（毛利率低于直接销售硅片）有一定影响，展望四季度随着高效产品占比加大，硅片价格有望整体平稳。

表1: 公司季度运营数据

Dec Yr end	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	YoY%	QoQ%
多晶硅业务									
产量(吨)	8,653	13,327	13,550	14,909	16,022	16,319	17,241	27%	6%
销量(吨)	3,702	4,770	4,018	3,839	4,024	3,439	3,614	-10%	5%
ASP (US\$/kg)	16.6	17.2	17.4	18.6	21.7	22.6	21.7	25%	-4%
硅片业务									
产量(MW)	1,231	2,221	2,546	2,636	2,884	3,019	3,681	45%	22%
销量(MW)	1,482	2,376	2,505	2,933	2,750	3,026	3,620	45%	20%
ASP (US\$/w)	0.21	0.21	0.21	0.21	0.23	0.23	0.20	-3%	-11%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 三季度公司多晶硅需求旺盛



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 三季度公司硅片需求旺盛



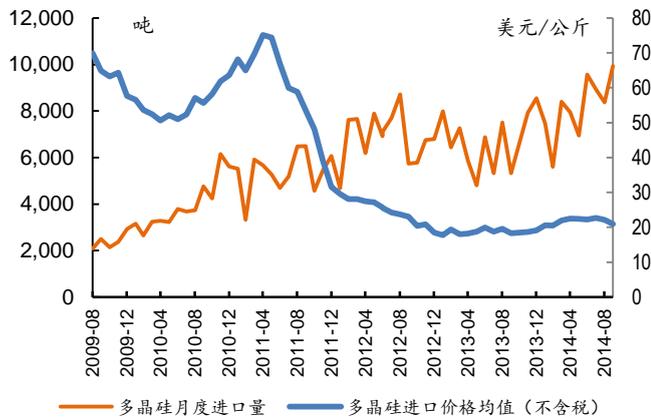
来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

9月多晶硅进口数据显示扶持国内多晶硅产业政策短期失效

多晶硅加工贸易政策短期失效、年底或有望收紧。8月14日，商务部、海关总署发布了2014年第58号公告《关于暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口业务申请受理的决定》(58号文)，希望遏制国内多晶硅加工贸易的势头，扶持国内多晶硅产业。但是，在地方政府的支持下，国内不少下游企业于政策发布后与国外多晶硅巨头签订长期贸易加工合同，事实上违背了58号文的精神，造成政策失效。海关数据显示，9月多晶硅单月进口9942吨、环比增长18.7%。

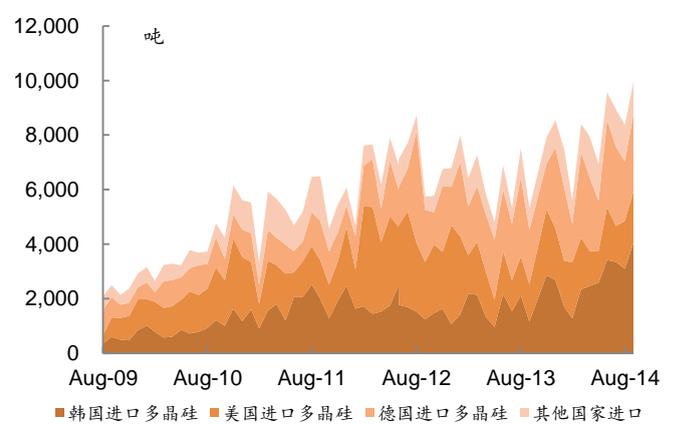
我们预期国内多晶硅价格维持稳定。根据我们的渠道调研，国内主流多晶硅厂商目前产能利用率接近满产；全球来看，到2015年下半年多晶硅才会有明显的扩产。国内主流的电池组件厂商(Top 5)事实上已经完成去库存；另外，2015年一季度日本、英国市场需求值得期待。再加上2015年初多晶硅加工贸易政策的纠正、收紧，可以预期四季度到2015年多晶硅价格有望维持稳定。

图9: 9月多晶硅进口数据再创新高



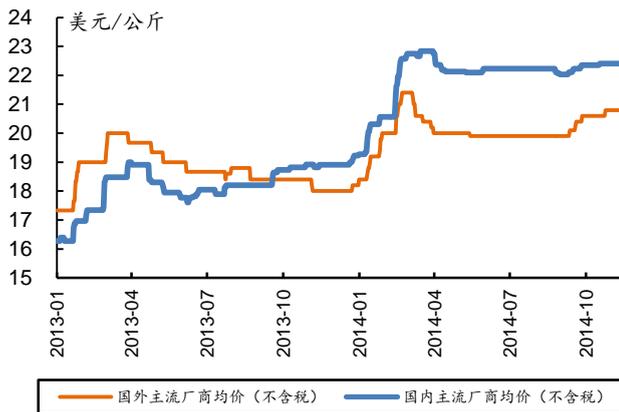
来源: 海关数据, 招商证券(香港)

图10: 韩国、美国、德国对中国的多晶硅倾销仍在继续



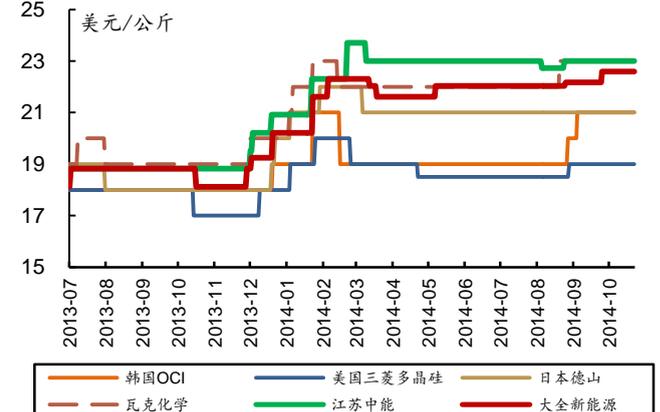
来源: 海关数据, 招商证券(香港)

图11: 多晶硅进口低价倾销明显



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图12: 国内主流厂商售价略高于进口多晶硅



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

硅片资产出售将影响短期盈利

公司于近期发布公告，计划于2014年底前完成硅片资产的剥离出售。2014上半年，硅片销售营收占比最大，为58.4%，其次依次是电力销售13.5%、煤炭销售10.6%、多晶硅销售7.4%、蒸汽销售5.3%、其他4.86%。2014上半年，多晶硅毛利率28.8%，硅片毛利率11.7%。硅片资产出售的交易细节有待进一步披露，我们预测公司盈利影响的假设包括：1. 公司于2014年底时完成剥离；2. 管理层指引出售硅片资产可以为公司每年节约5亿港币利息费用；3. 多晶硅价格于2014-2016年维持平稳；4. 下调2014-2016年硅片预测为0.22、0.21、0.20美金/w。测算结果是2015-2016年EPS分别下降11%、2%。

表2: 硅片资产出售前后盈利变化

百万港币	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(剥离前)	4,944	18,472	25,506	22,348	25,530	33,264	34,132	35,356
营业收入(剥离后)							24,057	25,591
变化%							-30%	-28%
营业毛利(剥离前)	1,491	6,811	8,442	1,749	2,904	7,232	8,438	9,977
营业毛利(剥离后)							6,688	8,523
变化%							-21%	-15%
EPS(剥离前)	-0.01	0.26	0.28	-0.23	-0.04	0.13	0.19	0.27
EPS(剥离后)							0.17	0.26
变化%							-11%	-2%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

表3: 盈利预测调整

百万港币	新 2014E	旧 2014E	变化	新 2015E	旧 2015E	变化	新 2016E	旧 2016E	变化
营业收入	33,823	32,554	4%	24,672	34,361	-28%	26,268	36,266	-28%
净利润	2,038	2,318	-12%	2,649	3,337	-21%	4,086	4,513	-9%
毛利率	21.4%	23.1%	-1.7 pct	27.1%	25.8%	1.3 pct	32.4%	28.8%	3.6 pct
净利率	6.0%	7.1%	-1.1 pct	10.7%	9.7%	1.0 pct	15.6%	12.4%	3.2 pct
营收增长	30%	25%	5 pct	-27%	6%	-33 pct	6%	6%	0 pct
净利增长	N/A	N/A	N/A	30%	44%	-14 pct	54%	35%	19 pct

来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

表4: CMS(HK)预测vs彭博一致预期

百万港币	CMS(HK)			一致预期			差异(%)		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
营业收入	33823	24672	26268	33568	34679	36895	0.8%	-28.9%	-28.8%
毛利	7232	6688	8523	7699	8743	10072	-6.1%	-23.5%	-15.4%
净利润	2038	2649	4086	2238	3133	3781	-9.0%	-15.5%	8.1%
EPS(HK\$)	0.13	0.17	0.26	0.14	0.20	0.24	-9.0%	-15.5%	8.1%
毛利率%	21.4%	27.1%	32.4%	22.9%	25.2%	27.3%	-1.6 pct	1.9 pct	5.1 pct
净利率%	6.0%	10.7%	15.6%	6.7%	9.0%	10.2%	-0.6 pct	1.7 pct	5.3 pct

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

估值与评级

下调目标价，维持“买入”评级

我们的新DCF目标价HK\$2.85（较前次目标价下降25%），隐含2015年P/E16.7x，潜在涨幅40%。除现金流外，我们的DCF假设较上次没有变化：WACC7.9%、无风险利率4.6%、股权风险溢价10.68%、贝塔系数0.89、税前债务成本6.7%、永续增长率2%。

我们下调目标价基于：1）公司出售硅片资产，利息费用降低未能弥补短期盈利受损；2）三季度硅片售价低于我们预期。但是，我们认为出售硅片业务之后，公司更加专注于高利润率的硅料业务，硅料价格预计维持稳定。

相对估值法验证

公司当前股价对应11.9x 2015E P/E，与其海外多晶硅同业相比估值并不算贵。硅烷流化床（FBR）硅料已经开始试生产，成本削减和自备电厂投产值得期待，2014年由亏转盈，预计2015-2016净利CAGR42%。

表5: DCF估值假设和目标价

WACC 计算		DCF 目标价 (HK\$百万)	
无风险利率-%	4.6%	现金流现值	27,418
贝塔	0.89	2023年 FCF	6,087
风险溢价-%	10.68%	永续增长率	2%
权益成本-%	14.1%	终值折现值	52,746
债务成本-%	6.7%	企业价值	80,164
税率%	22%	净债务	36,060
税后债务成本-%	5.2%	权益价值	44,105
目标负债率-%	70%	股份数 (百万)	15,480
WACC-%	7.9%	DCF 目标价	HK\$2.85

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

表6: DCF目标价敏感性分析 (HK\$)

		WACC							
		=2.85	6.39%	6.89%	7.39%	7.9%	8.39%	8.89%	9.39%
永续增长率	0.50%	3.39	2.90	2.48	2.12	1.80	1.53	1.28	
	1.00%	3.77	3.20	2.73	2.33	1.98	1.67	1.41	
	1.50%	4.22	3.56	3.02	2.57	2.18	1.84	1.55	
	2.00%	4.77	4.00	3.37	2.85	2.41	2.04	1.71	
	2.50%	5.47	4.53	3.79	3.18	2.68	2.26	1.90	
	3.00%	6.37	5.20	4.30	3.59	3.00	2.52	2.12	
	3.50%	7.58	6.07	4.95	4.08	3.39	2.83	2.37	

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

分部总和估值法合理价为每股港币2.86元

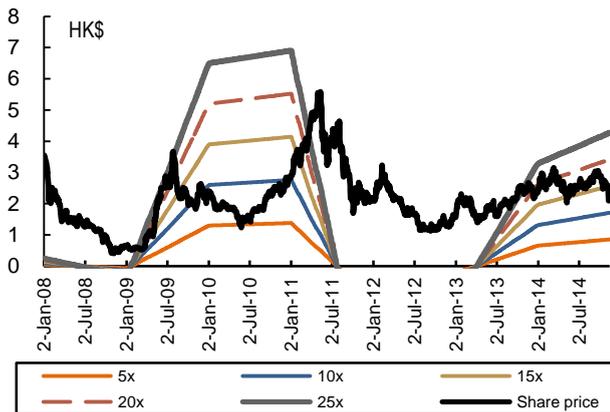
根据分部总和估值法（Sum Of The Part），我们认为硅片行业2015E EV/EBITDA的合理水平为9x左右，我们假设硅片资产出售价格323亿港币（减负债后每股港币1.15元），公司其他资产（减负债后）合理价格估计为264亿港币（每股港币1.71元），则公司合理价应在442亿港币（每股港币2.86元）。

表7: 全球光伏同业比较

公司	代码	货币	市值(百万)	股价	P/E			P/B			ROE%	
					2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2014E	2015E
天合光能	TSL US	US\$	896	9.73	N/A	10.7	7.3	0.8	0.7	0.7	8.4	15.1
晶澳太阳能	JASO US	US\$	334	7.73	N/A	8.2	5.3	0.4	0.4	0.4	7.2	7.1
阿特斯太阳能	CSIQ US	US\$	2,030	37.85	40.3	6.6	5.5	2.9	1.8	1.3	37.9	30.1
昱辉阳光	SOL US	US\$	324	3.19	N/A	N/A	6.9	1.2	1.2	1.1	-0.3	20.1
晶科能源	JKS US	US\$	932	30.31	13.8	8.5	5.6	1.7	1.1	0.9	20.1	23.4
大全新能源	DQ US	US\$	359	40.19	N/A	9.6	5.4	1.6	1.3	1.0	13.3	21.8
行业均值					27.0	8.7	6.0	1.4	1.1	0.9	14.4	19.6
OCI	010060 KS	KRW	2,246,611	94,200	N/A	N/A	21.3	0.8	0.8	0.8	-0.3	4.3
瓦克	WCH GR	EUR	4,958	94.95	520.7	29.0	28.8	2.1	2.1	2.0	7.1	7.0
REC	REC NO	NOK	6,432	2.79	N/A	N/A	133.7	1.0	0.9	0.9	7.3	0.9
德山	4043 JP	JPY	125,882	360.00	8.5	N/A	12.7	0.4	0.4	0.4	-12.5	3.1
行业均值					264.6	29.0	49.1	1.1	1.1	1.0	0.4	3.8
中美晶	5483 TT	TW\$	26,275	45.30	47.9	17.0	14.9	1.3	1.3	1.2	8.8	11.2
茂迪	6244 TT	TW\$	17,813	40.50	N/A	N/A	N/A	1.1	1.1	1.1	-4.1	-9.7
绿能	3519 TT	TW\$	9,452	24.90	N/A	N/A	N/A	0.7	0.8	1.0	-0.7	N/A
新日光	3576 TT	TW\$	26,478	33.55	33.9	33.1	50.6	1.2	1.1	1.1	3.7	0.3
行业均值					40.9	25.1	32.7	1.1	1.1	1.1	1.9	0.6
卡姆丹克	712 HK	HK\$	1,963	1.41	53.9	23.5	15.8	0.7	0.7	0.7	3.7	5.0
兴业太阳能	750 HK	HK\$	9,591	13.80	14.1	10.3	8.2	2.9	2.2	1.8	22.9	24.0
汉能薄膜发电	566 HK	HK\$	73,665	1.77	N/A	22.1	25.3	N/A	4.0	3.6	14.1	14.5
保利协鑫	3800 HK	HK\$	44,175	2.85	N/A	15.5	11.9	2.0	1.7	1.5	11.2	12.7
行业均值					34.0	17.8	15.3	1.8	2.2	1.9	13.0	14.0

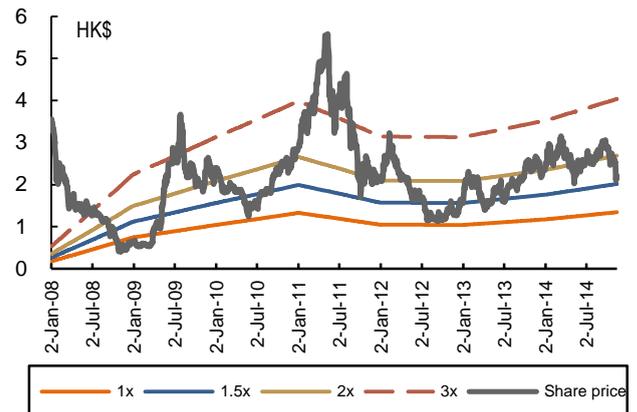
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图13: 保利协鑫 Forward PE



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图14: 保利协鑫 Forward PB



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	22,169	28,057	29,449	21,237	22,349
现金及现金等价物	4,496	6,169	1,432	966	957
交易性金融资产	15	12	12	12	12
其他短期投资	80	359	359	359	359
应收账款及票据	4,897	8,938	11,645	8,422	8,959
其它应收款	4,210	2,037	2,654	1,920	2,042
存货	3,425	2,462	2,849	1,901	1,868
其他流动资产	5,046	8,080	10,496	7,656	8,151
非流动资产	45,650	48,585	50,036	51,381	52,627
长期投资	451	828	828	828	828
固定资产	42,233	43,995	45,446	46,791	48,037
无形资产	2,626	2,664	2,664	2,664	2,664
其他	340	1,098	1,098	1,098	1,098
资产总计	67,818	76,643	79,485	72,617	74,976
流动负债	30,439	42,045	42,710	33,013	31,006
应付账款	4,860	9,604	11,116	7,417	7,288
应交税金	192	348	348	348	348
短期借款	20,170	25,570	23,696	20,211	18,419
其他	5,218	6,523	7,551	5,038	4,951
长期负债	19,609	16,593	16,593	16,593	16,593
长期借款	16,741	14,460	14,460	14,460	14,460
其他	2,867	2,132	2,132	2,132	2,132
负债合计	50,048	58,638	59,303	49,606	47,599
股本	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548
留存收益	4,826	4,079	6,116	8,765	12,850
其它储备	8,524	8,702	8,702	8,702	8,702
少数股东权益	1,560	1,859	1,998	2,180	2,459
归属于母公司所有者权益	16,210	16,146	18,184	20,832	24,918
负债及权益合计	67,818	76,643	79,485	72,617	74,976

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2,326	8,507	5,028	10,243	8,823
净利润	-3,516	-664	2,038	2,649	4,086
折旧与摊销	2,758	3,278	3,400	3,506	3,604
营运资本变动	-860	3,458	-3,588	1,534	-1,337
其他非现金调整	3,943	2,436	3,180	2,555	2,470
投资活动现金流	-5,311	-6,668	-5,010	-5,030	-5,032
资本性支出	-4,542	-4,045	-5,000	-5,000	-5,000
出售固定资产收到的现金	128	149	149	149	149
投资增减	277	441	0	0	0
其它	-745	-2,457	-159	-180	-182
筹资活动现金流	617	-329	-4,755	-5,679	-3,800
债务增减	3,953	2,042	-1,874	-3,485	-1,791
股本增减	3	6	0	0	0
股利支付	851	0	0	0	0
其它筹资	-2,488	-2,376	-2,881	-2,194	-2,009
其它调整	-1,702	0	0	0	0
现金净增加额	-2,387	1,673	-4,737	-466	-9

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总营业收入	22,629	26,039	33,823	24,672	26,268
主营业务收入	22,348	25,530	33,264	24,057	25,591
营业成本	20,599	22,490	26,032	17,369	17,068
毛利	1,749	3,040	7,232	6,688	8,523
销售、行政及一般费用	1,980	1,828	2,381	1,722	1,832
研发费用	195	223	223	223	223
其他营业费用合计	61	7	8	9	10
营业利润	-207	1,490	5,178	5,349	7,135
利息支出	2,309	2,416	2,881	2,194	2,009
利息收入	189	212	30	10	8
权益性投资损益	-4	16	16	16	16
其他非经营性损益	-905	-206	-206	-206	-206
非经常项目损益	-26	648	648	648	648
除税前利润	-3,261	-256	2,786	3,624	5,592
所得税	124	190	609	794	1,227
少数股东损益	130	218	139	181	280
归属普通股股东净利润	-3,516	-664	2,038	2,649	4,086
EPS (元)	-0.23	-0.04	0.13	0.17	0.26

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	-12%	15%	30%	-27%	6%
营业利润	-103%	N/A	248%	3%	33%
净利润	N/A	N/A	N/A	30%	54%
获利能力					
毛利率	7.7%	11.7%	21.4%	27.1%	32.4%
净利率	-15.5%	-2.6%	6.0%	10.7%	15.6%
ROE	-21.7%	-4.1%	11.2%	12.7%	16.4%
ROIC	-1.8%	4.4%	6.7%	7.0%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	73.8%	76.5%	74.6%	68.3%	63.5%
净负债比率	54.4%	52.2%	48.0%	47.7%	43.9%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
存货周转率	5.8	7.6	9.8	7.3	9.1
应收账款周转率	2.7	2.6	2.7	2.0	2.5
应付账款周转率	5.2	3.1	2.5	1.9	2.3
每股资料 (元)					
每股收益	-0.23	-0.04	0.13	0.17	0.26
每股经营现金	0.15	0.55	0.32	0.66	0.57
每股净资产	1.05	1.04	1.17	1.35	1.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	N/A	N/A	15.5	11.9	7.7
PB	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	43.8	16.7	9.5	9.2	7.6

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828