

睿智投资

保利协鑫 (3800 HK, HK\$1.10, 目标价: HK\$1.72, 买入) — 领先成本曲线

- ❖ **下游装机火热推动上游销售恢复增长。**光伏上游市场受到了全球光伏装机量稳步提升,上游行业产能谨慎扩张,以及行业高进入门槛这三大因素的支持,使得保利协鑫多晶硅及硅片连续两年满产满销。我们将此作为光伏上游市场重获增长趋势的信号。我们预期保利协鑫在光伏上游的成本领先的领导地位,将助其在火热的光伏下游市场进一步增加领先优势。
- ❖ **进一步缩减生产成本将提升利润。**我们认为保利协鑫将有能力通过流化床反应器以及更高的生产效率实现更低的光伏材料生产成本,这将有助于保利协鑫提升光伏材料业务利润。多晶硅和硅片将有潜力在2016及2017年分别实现将进一步平均成本缩减7.2%及8.2%,成本缩减将快于我们预期的年度平均售价下降步伐。我们预期这将显著提升光伏材料业务毛利,使毛利率从2015年的19.2%提升至2016及2017年的22.2%以及24.2%。
- ❖ **协鑫新能源(451 HK)将成为新的增长引擎。**保利协鑫及协鑫新能源宣布供股以募资发展太阳能电站,市场似乎对此有所顾虑。我们认为协鑫系的供股有合理依据支持,首先,保利协鑫作为上游企业对于光伏能源的竞争力具有高洞察力。其次太阳能光伏项目运营,对于保利协鑫整合光伏价值链具有协同效应。更重要的是光伏项目的投资及运营具有更高的利润率。有鉴于此,我们预期协鑫新能源将在2016年开始贡献盈利,并成为新的盈利增长引擎。
- ❖ **资产出售有助重塑债务结构。**保利协鑫年内完成了非光伏发电资产出售。我们预期资产出售可将短期负债比例将从2014年的57.2%降低至2015年的42.8%。净财务杠杆率受下游负债增长料从2014年145%略有上升至2015年的169%,并预期在2016及2017年降低至165%及150%。短债规模的缩小及杠杆率的控制将使保利协鑫财务状况获得改善,从而支持未来更多项目的发展,尤其是资本密集型的新能源下游项目。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**基于分类加总估值法,我们估测保利协鑫扩股后合理股价应为1.72港元,相当于2016年每股预测盈利0.167港元的10.3倍,以及2016年预测每股净资产1.44港元的1.2倍。我们的目标价是1.72港元,意味相对现价存在56%的上涨空间。

保利协鑫 (686HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.12
目标价	HK\$1.72
市值(港币百万)	20,818
过去3月平均交易(港币百万)	124.8
52周高/低(港币)	2.47/1.06
发行股数(百万)	15,621
主要股东	朱共山(32.4%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-16.6%	-9.2%
3月	-36.6%	-27.8%
6月	-33.6%	-15.3%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(港币百万)	25,530	37,225	37,378	30,441	32,249
净利润(港币百万)	(664)	1,955	3,175	3,065	4,566
每股收益(港币百万)	(0.04)	0.13	0.20	0.16	0.25
每股收益变动(%)	N/A	N/A	62	(20)	49
市盈率(x)	N/A	8.9	5.5	6.8	4.6
市帐率(x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	-	-	7.7	-	-
权益收益率(%)	N/A	11	16	11	15
净财务杠杆率(%)	164%	145%	169%	165%	150%

来源:公司,招银国际预测

利潤表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	25,530	37,225	37,378	30,441	32,249
光伏材料	18,121	25,455	25,434	25,975	26,143
電力業務	6,579	10,057	8,964	-	-
太陽能電站業務	830	688	682	677	671
新能源業務	-	1,024	2,298	3,789	5,434
銷售成本	(22,490)	(29,574)	(29,531)	(21,586)	(21,026)
毛利	3,040	7,651	7,847	8,854	11,223
銷售費用	(42)	(92)	(90)	(73)	(77)
行政費用	(1,786)	(2,493)	(2,616)	(2,100)	(2,096)
其它收益	507	715	501	787	915
息稅前收益	1,719	5,781	5,642	7,468	9,964
融資成本	(2,416)	(3,034)	(2,949)	(3,207)	(3,359)
合資企業	21	41	40	40	40
聯營公司	(5)	7	7	7	7
特殊收入	424	-	1,645	-	-
稅前利潤	(256)	2,795	4,385	4,308	6,653
所得稅	(190)	(639)	(1,009)	(991)	(1,530)
非控制股東權益	(218)	(200)	(201)	(252)	(557)
淨利潤	(664)	1,955	3,175	3,065	4,566
核心淨利潤	(983)	1,955	1,909	3,065	4,566

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	48,585	55,685	58,124	73,736	80,398
物業、廠房及設備	43,995	50,612	52,698	67,247	74,005
預付租金	1,811	1,773	1,807	1,807	1,807
無形資產	853	806	763	739	715
預付款	674	1,461	1,819	2,938	2,867
其它	1,252	1,032	1,036	1,004	1,004
流動資產	28,057	34,319	37,495	40,595	42,916
現金及現金等價物	14,249	17,338	18,176	19,738	20,701
應收貿易款項	11,057	13,658	14,927	16,270	17,325
存貨	1,657	2,696	2,664	2,864	3,174
關聯款項	119	125	1,200	1,200	1,200
其它	975	502	528	523	518
流動負債	42,045	48,072	40,377	43,811	43,980
應付貿易賬款	13,737	20,833	15,628	15,829	15,802
客戶預收款	955	973	890	909	915
借債	26,331	25,162	22,307	25,521	25,712
關聯款項	735	735	1,168	1,168	1,168
其它	286	370	384	384	384
非流動負債	16,593	20,569	31,838	40,328	44,020
客戶預收款	1,093	647	636	649	654
借債	14,460	18,794	29,997	38,473	42,161
遞延收入	621	604	605	605	605
遞延稅項	418	524	600	600	600
少數股東權益	1,859	2,958	3,159	3,411	3,968
淨資產總值	16,146	18,406	20,246	26,781	31,347
股東權益	16,146	18,406	20,246	26,781	31,347

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	1,719	5,781	5,642	7,468	9,964
折舊和攤銷	3,330	3,675	4,130	4,011	4,923
運營資金變動	2,825	3,445	(6,442)	(1,341)	(1,391)
稅務開支	(286)	(533)	(933)	(991)	(1,530)
其它	920	(3,328)	1,392	(1,100)	(100)
經營活動所得淨現金流	8,507	9,041	3,788	8,048	11,866
購置固定資產	(3,480)	(6,400)	(11,370)	(18,366)	(11,466)
聯營公司	-	(53)	-	-	-
其它	(3,188)	(2,996)	3,840	(1,000)	-
投資活動所得現金淨額	(6,668)	(9,449)	(7,530)	(19,366)	(11,466)
股份發行	6	9	6	3,470	-
淨借貸	3,880	3,164	8,461	11,706	3,880
股息	-	-	(1,335)	-	-
其它	(4,214)	(3,401)	(1,942)	(3,924)	(3,413)
融資活動所得現金淨值	(329)	(228)	5,190	11,252	467
現金增加淨額	1,510	(636)	1,448	(66)	867
年初現金及現金等價物	4,496	6,169	5,529	6,877	6,811
匯兌	163	(4)	(100)	-	-
年末現金及現金等價物	6,169	5,529	6,877	6,811	7,677
受限制現金	8,080	11,809	11,299	12,927	13,024
資產負債表現金	14,249	17,338	18,176	19,738	20,701

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬港幣）	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合(%)					
光伏材料業務	71	68	68	85	81
發電業務	26	27	24	-	-
太陽能電站業務	3	2	2	2	2
新能源業務	-	3	6	12	17
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	11.9	20.6	21.0	29.1	34.8
稅前利率	(1.0)	7.5	11.7	14.2	20.6
淨利潤率	(2.6)	5.3	8.5	10.1	14.2
核心淨利潤率	(3.8)	5.3	5.1	10.1	14.2
有效稅率	N/A	22.9	23.0	23.0	23.0

增長(%)

收入	14.2	45.8	0.4	(18.6)	5.9
毛利	73.8	151.7	2.6	12.8	26.8
息稅前利潤	N/A	236.2	(2.4)	32.4	33.4
淨利潤	N/A	N/A	62.4	(3.5)	48.9
核心淨利潤	N/A	N/A	(2.4)	60.6	48.9

資產負債比率

流動比率(x)	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
平均應收賬款周轉天數	141.1	121.2	139.6	187.0	190.1
平均應付賬款周轉天數	185.5	213.3	225.3	265.9	274.6
平均存貨周轉天數	31.7	26.9	33.1	46.7	52.4
淨負債/股東權益比率(%)	164.4	144.6	168.6	165.3	150.5

回報率(%)

資本回報率	(4.1)	10.6	15.7	11.4	14.6
資產回報率	(0.9)	2.2	3.3	2.7	3.7

每股數據

每股盈利(港幣)	(0.04)	0.13	0.20	0.16	0.25
每股股息(港幣)	-	-	0.09	-	-
每股賬面價值(港幣)	1.04	1.19	1.31	1.44	1.69

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

本报告期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风险。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。