

新能源

收盤價

港元 0.76

目標價

港元 0.83↓

潛在漲幅

+9.2%

2018年6月7日

## 保利協鑫 (3800 HK)

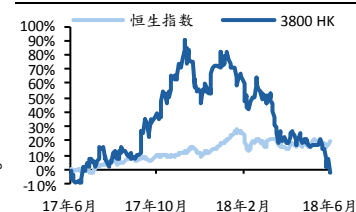
### 光伏新政致產品價格更快下降，調低盈測及目標價

- ⊕ **光伏新政對行業影響：限速與降價。**我們認為，“531”新政反映了我國政府對發展光伏發電產業的新思路，即從原來的重規模轉為重品質，重點解決當前光伏發電棄光問題顯現以及補貼需求持續擴大等問題。從長期看，我們預期新政策將使中國光伏發電產業的發展更加理性和市場化，並加速平價上網時代的到來。但短期內，我們認為減少規模指標以及降低補貼都將對行業發展產生重大影響，將加劇上游光伏製造業的產能過剩以及導致下游光伏發電業的投資規模快速下降。
- ⊕ **光伏新政對公司影響：**由於中國下半年光伏發電新增裝機可能下降較快，因此我們判斷光伏製造業的產能過剩加劇，多晶矽和矽片價格降幅將擴大。我們認為公司研發實力突出，其產品具有更高的品質以及更多的成本下降空間。我們認為，短期內公司產品的市場佔有率會有所提高，但盈利能力會明顯下滑，而下游市場需求變化以及公司新產品的市場接受度均有待觀察。而光伏發電業務方面，公司下半年的新增裝機將大幅減少，不過這有利於公司降低過高的資產負債率。隨著光伏發電市場化程度的提高，公司獲得高收益項目的能力減弱，我們認為未來發展速度將趨於平穩。
- ⊕ **擬出售多晶矽業務的控股權：**以公司 2017 年業績測算，我們估計出售多晶矽業務部分股權將減少公司約 9 億元人民幣的持續經營利潤，但可以增加一次性約 30 億元人民幣的股權轉讓收益。雖然我們認為出售行為將降低公司持續經營業務的盈利能力，但通過本次交易獲得的資金將有效地減輕公司財務壓力，使公司有更多資源投入矽片以及光伏發電業務。
- ⊕ **盈利預測與估值：**我們考慮行業的最新變化但暫不考慮擬議中的股權出售行為，將 2018/19 年每股基本盈利預測調低 22.6%/17.5% 至 0.095/0.115 元人民幣。我們調低公司的目標價至 0.83 港元（原 1.05 港元），相當於我們 2018/19 年預測市盈率 7.2 倍/5.9 倍，及 2018 年市賬率 0.52 倍。我們認為公司發展仍面臨較多不確定性，但出售多晶矽業務的控股權利好短期股價，重申**中性**評級。

#### 個股評級

中性

#### 1 年股價表現



資料來源: 彭博

#### 股份資料

52 周高位 (港元)	1.63
52 周低位 (港元)	0.72
市值 (港元百萬)	14130.20
日均成交量 (百萬)	90.82
年初至今變化 (%)	-45.7
200 天平均價 (港元)	1.2

資料來源: 彭博

#### 孫勝權

louis.sun@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3606

#### 財務資料一覽

年結 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百萬人民幣)	22,025	23,794	21,981	25,306	27,031
同比增長 (%)	1.2	8.0	-7.6	15.1	6.8
淨利潤 (百萬人民幣)	2,099	1,926	1,761	2,142	2,503
每股盈利 (人民幣)	0.113	0.104	0.095	0.115	0.135
同比增長 (%)	-26.4	-8.3	-8.6	21.6	16.9
前 EPS 預測值 (人民幣)			0.122	0.140	0.156
調整幅度 (%)			-22.6	-17.5	-13.9
市盈率 (倍)	5.5	6.0	6.6	5.4	4.6
每股帳面值 (人民幣)	1.12	1.22	1.32	1.43	1.56
市賬率 (倍)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2

資料來源: 公司資料, 交銀國際預測

此報告最後部分的分析師披露、商業關係披露和免責聲明為報告的一部分，必須閱讀。

下載本公司之研究報告，可從彭博信息：BOCOM 或 <https://research.bocomgroup.com>

圖表 1: 公司關鍵營業資料及預測

年結 12 月 31 日/項目	指標	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
多晶矽	銷量 (噸)	66,876	74,358	69,345	74,818	84,000	105,000	110,250
	售價 (美元/千克)	21.7	15.6	15.0	15.5	13.1	12.1	10.9
	毛利率 (%)	27.6	17.7	20.6	29.4	25.2	26.9	26.9
矽片	銷量 (MW)	12,909	15,178	17,518	23,417	21,940	28,364	34,083
	售價 (美元/W)	0.215	0.188	0.164	0.134	0.109	0.101	0.093
	毛利率 (%)	20.0	23.7	22.5	17.0	15.0	15.9	15.9
光伏發電 (母公司)	年底裝機 (MW)	371	371	371	371	371	371	371
	利用小時	1,480	1,441	1,430	1,399	1,385	1,371	1,357
	毛利率 (%)	58.0	72.0	70.0	67.3	65.0	65.0	65.0
光伏發電 (協鑫新能源)	年底裝機 (MW)	616	1,640	3,516	5,812	6,170	6,991	8,032
	利用小時	1,500	1,250	1,332	1,288	1,280	1,280	1,280
	毛利率 (%)	58.0	72.0	70.0	67.3	66.5	66.0	65.5

資料來源：公司資料、交銀國際預測

## 電話交流會要點

**政策對行業新增裝機的影響：**光伏 531 新政發佈後，公司及其他光伏類上市公司股價大跌，公司認為這屬於資本市場對政策的過度解讀，實際上該政策對光伏行業及公司的影響沒有那麼嚴重。公司認為雖然新政會減少中國光伏市場的新增安裝量，但下降幅度有限，並預計今年中國新增裝機可達到 40 吉瓦左右，而某些機構預測的 30-35 吉瓦偏悲觀。且從全球市場角度看，如果光伏產品價格加速下跌，將促進新興市場的需求，因此全球新增安裝量有望和上年持平，或僅小幅下降。

**政策對公司光伏製造業務的影響：**短期內下游需求減少會對公司短期業績形成衝擊，但這也是公司提升自己的好機會，因為更惡劣的市場環境會凸顯公司的新產品、新工藝等技術優勢。具體來講公司近期最主要的經營亮點就是類單晶（新單晶）矽片產品。公司承諾 60 片類單晶元件產品的功率僅比單晶產品少 5 瓦以內，而成本優勢相當明顯，即具有良好的性價比。目前這種產品已進行了大批量的試生產，預計在 7 月中下旬將正式商業化量產並大量推向市場。公司類單晶矽片的成本屬於商業機密，不宜公開宣佈。

另外，公司預估其矽片成本今年約有 20% 的下降空間，保持對外的價格競爭力。目前公司較難估計今年矽片的出貨量情況，因為這不僅要觀察政策影響情況，也需要觀察類單晶等新產品的市場接受程度。

除光伏產品外，公司今年將新增兩個高盈利的產品，即電子級多晶矽和矽烷氣。其中電子級多晶矽已經出口給韓國客戶試樣，而國內也已有多家半導體企業在試用，公司估計正常情況下該業務今年 9 月份就可以盈利。不過半導體產品的廠家認證比較漫長，客戶採購量的增加受很多因素影響，目前公司很難估計盈利規模，但認為產品前景很光明，代表國內最高水準。

**政策對公司光伏發電業務的影響：**管理層指出，今明兩年公司光伏發電業務的經營重點是調結構、輕資產、降負債等，目前都在有序推進。上半年公司發電

2018年6月7日

## 保利協鑫 (3800 HK)

量達到預算規模，新增裝機約 500 兆瓦，而下半年受光伏新政影響，預計僅有一兩百兆瓦。市場認為 531 後新增裝機的上網電價將下調，公司認為這是誤讀，實際上 630 前並網專案都將執行之前電價。公司預計光伏新政將減少國內今年下半年及明年的新增裝機量，不過由於公司近期主要任務是降負債、調結構，因此管理層認為公司所受負面影響有限。公司預計整體負債率今年可以降到 80%、明年 75%，未來將推進到 70% 的健康水準。公司嚴格控制投資收益率目標，因此在今年光伏領跑者計畫中的中標數量較少。而光伏扶貧專案受政策變化影響，未來市場空間已經很小。公司計畫與融資成本較低的國企合作，開拓西部光伏發電大基地專案（特高壓輸送通道沿線）。公司將充分發揮自身的技術優勢和成本優勢，在這些項目上實現平價上網，因此該業務發展空間較大。

**發電補貼應收款情況：**公司 5 月底的電價應收款約 42 億元人民幣，主要來自於第 7 批補貼目錄上的發電專案。公司預計第 7 批補貼目錄將於本月正式發佈，同時開始第 8 批補貼目錄的申請。第 7 批補貼目錄發佈後公司應收款項回收將加快。公司今年上半年並網專案約 70% 為光伏扶貧項目，其應收款的回收週期可縮短至一年左右。

**光伏平價上網：**公司預計光伏平價上網的時間點應在 2019 年下半年，對應的光伏電站投資成本約為 4 元人民幣/瓦，其中組件成本為 1.8-2 元人民幣/瓦。

**多晶矽生產：**公司新疆多晶矽廠一期 2 萬噸產能 7 月份進行調試，8 月份量產，而年底兩期都將實現滿產。公司預期，徐州多晶矽廠將在 10 月份實現成本大幅下降，一是因為技術改造、能耗降低，二是因為電費會下降。

**單晶與多晶產品的市場份額：**公司認為兩種產品會長期共存，其中從全球市場角度看，多晶產品更佔優勢。而國內單晶產品的市場份額增加較快，這是國內一些政策因素造成。未來公司將堅持多技術路線並進的經營策略，包括類單晶產品。公司規劃類單晶矽片的產能今年將達到 10 吉瓦，明年達到 15 吉瓦。

**融資問題：**截至 5 月底，協鑫新能源（451 HK/未評級）現金資產約 30 億元人民幣，短期負債 80 多億元人民幣。公司於上半年完成了大部分即將到期債務的置換或者歸還，另仍有 9.4 億元的流動負債也將近期完成處置工作。

**出售多晶矽業務股權：**我們估計 2017 年公司多晶矽業務貢獻整個公司 80% 以上的淨利潤。公司認為通過本次交易可實現公司光伏業務更好的發展。上海電氣為中國重型裝備行業的龍頭國有企業，在傳統煤電設備領域有重要地位。與上海電氣的合作也是回應國家發展混合經濟、長三角經濟一體化等戰略，公司認為具有很好的合作前景。雙方將在光伏發電平價上網時代到來之際，發揮各自優勢，尤其在將來國家清潔能源大基地的設想中搶佔優勢地位，獲得更好的發展。通過出售多晶矽業務控股權地位，公司可以獲得大量資金來改善公司財務結構，緩解財務成本不斷上升的壓力，短期利好股價。公司將有更大資源投入到光伏發電、矽片製造等其他光伏相關業務上面。本次交易需經公司股東大會非關聯股東投票通過。

## 財務資料

### 損益表 (百萬人民幣)

年結 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
營業收入	22,025	23,794	21,981	25,306	27,031
營業成本	(14,980)	(15,596)	(14,266)	(16,455)	(17,538)
<b>息稅折舊前利潤</b>	<b>8,199</b>	<b>8,973</b>	<b>9,928</b>	<b>11,140</b>	<b>12,250</b>
息稅折舊前利潤率 (%)	37	38	45	44	45
折舊及攤銷	3,401	3,749	4,603	5,002	5,433
<b>息稅前利潤</b>	<b>4,798</b>	<b>5,224</b>	<b>5,325</b>	<b>6,138</b>	<b>6,816</b>
息稅前利潤率 (%)	22	22	24	24	25
淨利息支出	1,954	2,312	2,700	2,949	3,091
稅前利潤	2,844	2,912	2,625	3,189	3,725
所得稅開支	537	638	521	630	735
淨利潤	2,307	2,274	2,104	2,559	2,991
少數股東權益	208	348	343	417	487
<b>歸屬於股東淨利潤</b>	<b>2,099</b>	<b>1,926</b>	<b>1,761</b>	<b>2,142</b>	<b>2,503</b>
淨利潤率 (%)	10.5	9.6	9.6	10.1	11.1

### 資產負債表 (百萬人民幣)

截至 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>總資產</b>	<b>87,019</b>	<b>107,280</b>	<b>102,440</b>	<b>117,205</b>	<b>124,928</b>
<b>非流動資產</b>	<b>59,907</b>	<b>76,169</b>	<b>77,133</b>	<b>80,298</b>	<b>83,733</b>
固定資產淨值	52,462	63,780	64,380	67,169	70,155
無形資產	177	177	177	177	177
長期投資	158	659	1,850	1,930	2,014
預付土地租賃款項	0	0	0	20	41
其他非流動資產	7,111	11,553	10,727	11,002	11,347
<b>流動資產</b>	<b>27,112</b>	<b>31,111</b>	<b>25,306</b>	<b>36,907</b>	<b>41,195</b>
現金及短期投資	12,301	14,494	11,102	20,345	23,540
已抵押銀行存款	0	0	0	0	0
應收賬款	12,285	14,537	12,714	14,728	15,732
存貨	966	991	913	1,049	1,120
預付土地租賃款項	24	1	63	78	109
其它流動資產	1,538	1,088	514	706	693
<b>總負債</b>	<b>63,625</b>	<b>79,972</b>	<b>73,028</b>	<b>85,234</b>	<b>90,217</b>
<b>流動負債</b>	<b>34,401</b>	<b>43,424</b>	<b>29,090</b>	<b>34,429</b>	<b>36,150</b>
短期借款	13,022	17,108	7,466	8,227	8,769
應付帳款	17,860	19,592	17,921	20,671	22,031
其他流動負債	3,518	6,724	3,703	5,531	5,350
<b>長期負債</b>	<b>29,225</b>	<b>36,549</b>	<b>43,937</b>	<b>50,805</b>	<b>54,067</b>
可換股債券	4,473	1,861	2,575	3,397	4,274
長期借款	20,257	32,857	39,429	45,343	47,610
其他負債	4,494	1,830	1,934	2,065	2,183
<b>權益總額</b>	<b>23,394</b>	<b>27,308</b>	<b>29,412</b>	<b>31,971</b>	<b>34,711</b>
股本	1,632	1,632	1,632	1,632	1,632
儲備	19,189	21,143	22,904	25,046	27,299
少數股東權益	2,573	4,532	4,875	5,292	5,780

資料來源: 公司資料, 交銀國際預測

### 現金流量報表 (百萬人民幣)

年結 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>經營活動現金流</b>	<b>7,785</b>	<b>8,955</b>	<b>7,360</b>	<b>12,825</b>	<b>11,540</b>
淨利潤	2,307	2,274	2,104	2,559	2,991
折舊及攤銷	3,401	3,749	4,603	5,002	5,433
營運資本變動	(836)	14	(2,154)	2,255	(7)
其他營業資產及負債變動	2,914	2,918	2,807	3,009	3,123
<b>投資活動現金流</b>	<b>(8,150)</b>	<b>(18,775)</b>	<b>(5,625)</b>	<b>(8,184)</b>	<b>(8,887)</b>
資本支出淨額	(10,828)	(17,255)	(5,229)	(7,761)	(8,434)
長期投資變動	19	(1,165)	(100)	(105)	(110)
其他資產變動	2,659	(356)	(296)	(319)	(343)
<b>融資活動現金流</b>	<b>(1,232)</b>	<b>11,698</b>	<b>(5,037)</b>	<b>4,641</b>	<b>529</b>
股本變動	0	3	0	0	0
負債變動	(112)	15,639	(2,357)	7,498	3,685
利息股息	(2,493)	(2,986)	(2,762)	(2,964)	(3,247)
其它長期資產變動	1,373	(958)	82	106	91
外匯變動影響	(1,597)	1,878	(3,303)	9,282	3,183
<b>現金及現金等價物變動</b>	<b>241</b>	<b>(189)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>	<b>0</b>

### 財務比率

年結 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>利潤率 (%)</b>					
毛利率	32.0	34.5	35.1	35.0	35.1
息稅折舊前利潤率	37.2	37.7	45.2	44.0	45.3
息稅前利潤率	21.8	22.0	24.2	24.3	25.2
淨利潤率	10.5	9.6	9.6	10.1	11.1
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
淨資產收益率	11.3	9.0	7.4	8.3	9.0
總資產收益率	2.8	2.3	2.0	2.3	2.5
ROIC	10.8	9.7	6.5	13.2	11.1
<b>償債能力</b>					
流動比率	0.8	0.7	0.9	1.1	1.1
速動比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
資產負債率 (%)	73.1	74.5	71.3	72.7	72.2
淨債務負債率 (%)	1.8	2.3	2.0	2.1	2.1
利息保障倍數	2.5	2.3	2.0	2.1	2.2
<b>成長能力 (%)</b>					
收益增長率	1.2	8.0	(7.6)	15.1	6.8
年內(虧損)利潤增長率	(0.3)	(8.2)	(8.6)	21.6	16.9
息稅前利潤增長率	2.9	8.9	1.9	15.3	11.1
息稅折舊前利潤增長率	4.3	9.4	10.6	12.2	10.0
總資產增長率	9.2	23.3	(4.5)	14.4	6.6
<b>營運能力及其他</b>					
平均存貨周轉天數(天)	28.3	22.6	24.0	21.5	22.3
平均應收賬款周轉天數(天)	217.8	202.9	223.2	195.2	202.8
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0



## 交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓  
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義：

**買入：**預期個股未來 12 個月的總回報**高於**相關行業。  
**中性：**預期個股未來 12 個月的總回報與相關行業**一致**。  
**沽出：**預期個股未來 12 個月的總回報**低於**相關行業。  
**無評級：**對於個股未來 12 個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義：

**領先：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**具吸引力**。  
**同步：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現與大盤標竿指數**一致**。  
**落後：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**不具吸引力**。  
香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A 股市場的標竿指數為 **MSCI 中國 A 股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股 50 (美元) 指數**。

2018年6月7日

## 保利協鑫 (3800 HK)

### 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關於上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

### 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、中糧肉食控股有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務(集團)有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司、廣東康華醫療股份有限公司、中信建投證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、HPC Holdings Limited、國泰君安證券股份有限公司、中原銀行股份有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司及安樂工程集團有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國聯證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國泰君安證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中國新華教育集團有限公司的股本證券逾1%。

### 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有資訊，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。