

中國：太陽能
2010年8月17日
投資建議：
買進 (維持評等)
目標價隱含漲/跌幅：57.0%
日期 2010/08/16

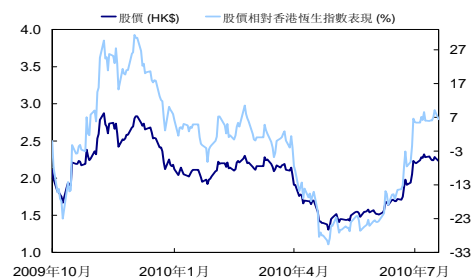
收盤價	HK\$2.23
十二個月目標價	HK\$3.50
前次目標價	HK\$3.50
香港恒生指數	21,112.1

資訊更新：

- ▶ 卡姆丹克於8月16日公佈2010年財報，表現喜憂參半。營收較本中心預估低16.3%，但稅後純益高出本中心預估30.2%。
- ▶ 卡姆丹克2010年上半年毛利率年增12.7個百分點。

本中心觀點：

- ▶ 我們下調2010年下半年至2012年125mm晶圓與多晶矽的平均售價，係因2010年上半年平均售價低於本中心預期。
- ▶ 我們下調折舊費用預估，係因2010年上半年的折舊費用低於本中心預期。

公司簡介：
股價相對於香港恒生指數表現


市值	HK\$2,342 百萬元
六個月平均日成交量	HK\$6.9 百萬元
流通在外股數(百萬股)	1,031.7
自由流通股數比例	27.9%
外資持股比率	N/A%
大股東；持股比率	張屹；64.3%
淨負債比率(2010F)	淨現金
每股淨值(2010F)	RMB1.23
股價淨值比 2010F)	1.6 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至十二月	2009	2010F	2011F	2012F
營業收入	507	1,177	2,099	2,346
營業利益	35	259	485	621
稅後純益	25	205	374	470
每股盈餘(元)	0.03	0.20	0.36	0.46
每股盈餘年增率(%)	(86.3)	516.1	82.3	25.9
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
本益比(倍)	61.9	10.0	5.5	4.4
殖利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率(%)	3.1	17.6	25.7	25.1

報告研究員：
李敏

+852 3969 9521

min.li@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

白帆

+86 21 6187 3836

hugobai@yuanta.com

王聰

+852 3969 9519

wendy.wang@yuanta.com

卡姆丹克太陽能系統集團有限公司 (712 HK)

營收低於預估，但獲利高於預期

稅後純益高於預估，係因費用與材料成本減低：卡姆丹克2010年上半年營收年增183%至人民幣4.29億元，較本中心預估的5.13億元低16%，主要係因125mm晶圓平均售價低於預期。然而，稅後純益年增1,448%，從人民幣400萬元增至人民幣6,900萬元，較本中心預估的人民幣5,300萬元高30%，主要係因折舊費用、多晶矽平均售價低於預期。

毛利率提升：2010年上半年毛利率年增12.7個百分點至22.8%，較本中心預估的20.3%高2.5個百分點，主要係因多晶矽平均售價下調，生產成本降低。

出貨量與預期一致，產品組合改善：2010年上半年卡姆丹克總出貨量年增218%至85.3MW，與本中心預估的85.6MW一致。產品組合改善，高毛利率的156mm晶圓佔2010年上半年晶圓出貨總量的79.9%，而去年同期比重則為43.0%，低毛利率125mm晶圓比重降至20.1%，去年同期為57.0%。

下調125mm晶圓與多晶矽平均售價及折舊費用：本中心將2010年下半年至2012年的125mm晶圓下調人民幣0.2元/瓦，係因2010年上半年實際售價較本中心預估低9.0%。我們將2010年下半年多晶矽平均售價下調30.1%，從人民幣2.03元/瓦降至人民幣1.42元/瓦，因2010年上半年多晶矽平均售價年減47.5%，而本中心預估僅為年減21.3%。2011年上半年、2011年下半年、2012年上半年、2012年下半年的多晶矽售價，分別下調22.0%、18.8%、14.5%、16.9%。最後，我們將2010-2012年的折舊費用預估分別下調56%、69%、60%，係因2010年上半年折舊費用為人民幣1,900萬元，較本中心預估的人民幣4,300萬元低56%。

股票評價：卡姆丹克目前股價隱含2011年預估本益比5.5倍及2011年預估EV/EBITDA比4.3倍。目標價維持3.5港元不變，隱含57%的上檔空間。

研究員聲明及重要披露事項請參見第7頁。

元大與其研究報告所載公司行號可能於目前或未來有業務往來，因此投資人應瞭解本公司可能有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為單一考慮因素。本報告系原以英文發佈，並已翻譯為中文。若對於譯文內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

獲利預估調整

圖 1：卡姆丹克 - 2010 年上半年財報回顧

營業收入	2009 年上半年	2009 年下半年	2010 年上半年	年增率 (%)	半年成長率 (%)	元大預估	差異
單晶晶圓	151	315	428	183.0%	35.7%	483	-11.4%
- 156 mm	63	171	346	445.9%	102.0%	344	0.7%
- 125 mm	88	144	82	-6.8%	-43.2%	82	0.2%
單晶晶棒	18	116	-	-100.0%	-100.0%	15	-100.0%
半導體產品	9	10	-	-100.0%	-100.0%	9	-100.0%
其他收入	6	1	1	-79.6%	38.5%	6	-79.6%
總收入	184	442	429	132.9%	-3.0%	513	-16.3%
營業毛利	19	37	98	427.0%	168.4%	87	12.3%
營業毛利率	10.1%	8.3%	22.8%	126.3%	176.6%	20.3%	12.3%
稅前息前折舊攤銷前淨利	17	39	96	469.1%	143.0%	110	-13.0%
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.1%	8.9%	22.3%	144.4%	150.4%	25.6%	-13.0%
營業利益	7	27	76.683	1,068.9%	187.4%	67	15.0%
營業利益率	3.6%	6.0%	17.9%	402.0%	196.2%	15.5%	15.0%
稅前純益	6	25	81	1,166.1%	218.1%	66	22.1%
稅前純益率	3.5%	5.7%	18.8%	443.7%	227.8%	15.4%	22.1%
稅後純益	4	21	69	1,447.6%	227.2%	53	30.2%
稅後純益率	2.4%	4.7%	16.0%	564.6%	237.2%	12.3%	30.2%
每股盈餘	0.025	0.027	0.067	164.9%	145.5%	0.069	-4.0%

資料來源：公司資料、元大預估

圖 2：卡姆丹克 - 獲利預估調整

	2010 估			2011 估			2012 估		
	調整後	調整前	差異%	調整後	調整前	差異%	調整後	調整前	差異%
銷售收入/營業收入總額	1,177	1,393	-15.5%	2,099	2,466	-14.9%	2,346	2,708	-13.4%
營業毛利	308	246	25.5%	570	458	24.5%	716	585	22.4%
稅前息前折舊攤銷前淨利	296	275	7.7%	535	518	3.2%	681	626	8.9%
稅前息前淨利 (營業利益)	259	190	36.5%	485	358	35.4%	621	476	30.7%
稅前純益	257	188	36.7%	469	342	37.1%	588	442	33.1%
稅後純益	205	150	36.7%	374	272	37.1%	470	353	33.1%
基本每股盈餘	0.20	0.20	-	0.36	0.36	-	0.46	0.46	-

資料來源：公司資料、元大預估

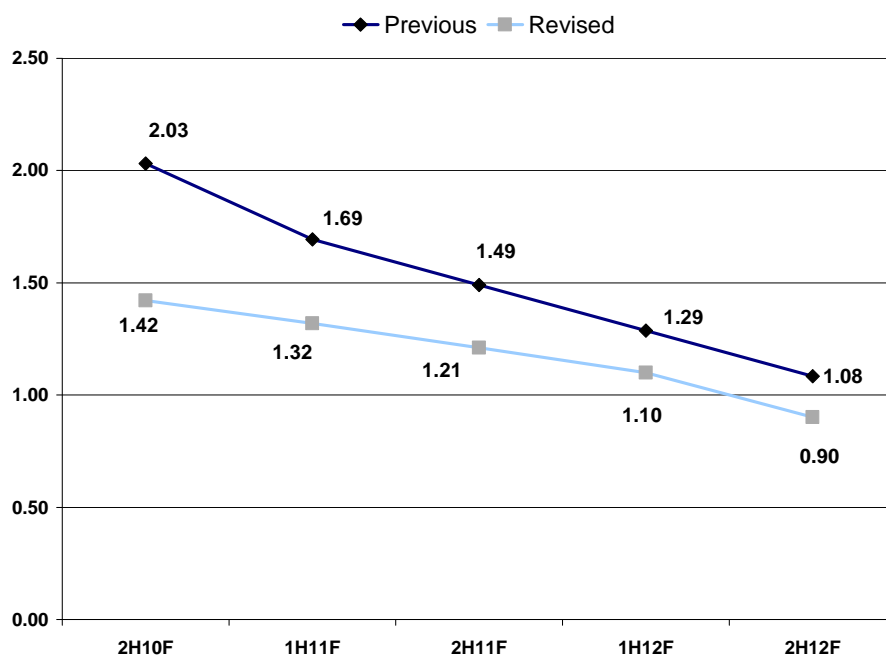
根據本中心對折舊費用、2010-12 年多晶矽與 125mm 晶圓平均售價的預估調整 (參見下圖 3-5)，我們預估卡姆丹克的毛利率將持續提升，從 2010 年的 26.2% 升至 2011 年與 2012 年的 27.1% 與 30.5%。

圖 3：折舊費用預估調整

折舊費用	2010 估	2011 估	2012 估
調整後	37	50	60
調整前	85	160	150
差異 %	-56.5%	-68.8%	-60.0%

資料來源：公司資料、元大預估

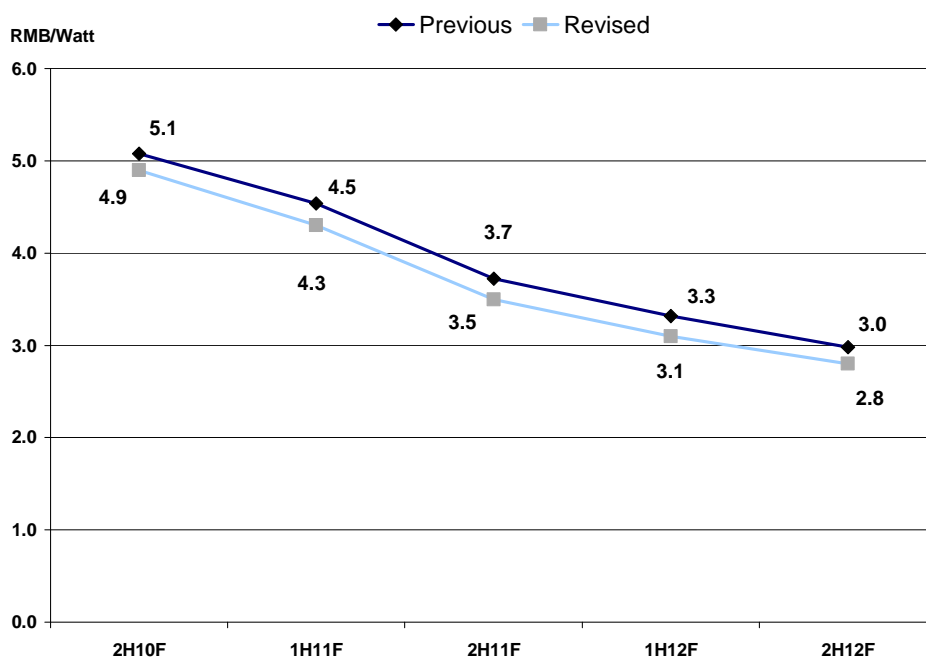
圖 4：多晶矽平均售價預估調整



多晶矽平均售價 (人民幣/瓦)	2010 年下半年 (估)	2011 年上半年 (估)	2011 年下半年 (估)	2012 年上半年 (估)	2012 年下半年 (估)
調整前	2.03	1.69	1.49	1.29	1.08
調整後	1.42	1.32	1.21	1.10	0.90
差異 %	-30.1%	-22.0%	-18.8%	-14.5%	-16.9%

資料來源：公司資料、元大預估

圖 5：125mm 晶圓平均售價預估調整



125 mm 晶圓平均售價 (人民幣/瓦)	2010 年下半年 (估)	2011 年上半年 (估)	2011 年下半年 (估)	2012 年上半年 (估)	2012 年下半年 (估)
調整前	5.1	4.5	3.7	3.3	3.0
調整後	4.9	4.3	3.5	3.1	2.8
差異 %	-3.5%	-5.2%	-6.0%	-6.6%	-6.0%

資料來源：公司資料、元大預估

股票評價

本中心 12 個月目標價為 3.50 港元，係根據 9.0 倍 2011 年預估本益比以及 6.1 倍 2011 年預估企業價值/稅前息前折舊攤銷前淨利 (EV/EBITDA) 比之評價結果，取平均而得，隱含 57% 的上檔空間。

圖 6：評價法一覽表

本益比評價法	2011 年估
每股盈餘 (人民幣百萬元)	0.36
本益比倍數	9.0 倍
目標價 (港元)	3.72
EV/EBITDA 比	2011 年估
稅前息前折舊攤銷前淨利 (人民幣百萬元)	535
EV/EBITDA 比	6.1 倍
總企業價值 (人民幣百萬元)	3,254
淨負債 (人民幣百萬元)	250
權益價值 (人民幣百萬元)	3,002
目標價 (港元)	3.33
平均後目標價 (港元)	3.50

資料來源：Bloomberg、元大預估；假設人民幣 1.00 元 = 1.1452 港元

我們採用低於同業 20% (先前為折價 30%) 的 2011 年預估平均本益比與 EV/EBITDA 比評價該股，以反映該公司 2010 年上半年財報表現對其品牌名稱的正面影響。

我們選擇全球上市晶圓製造商同業與卡姆丹克進行評價比較，主要係因這些業者在太陽能產業價值鏈中地位相似。我們採用低於同業 20% (先前為折價 30%) 的 2011 年預估平均本益比與 EV/EBITDA 比評價該股，以反映該公司 2010 年上半年財報表現對其品牌名稱的正面影響。

本益比評價法

本中心以本益比評價法得出目標價為 3.72 港元。我們採用 2011 年全球同業平均本益比 (市場預估) 11.2 倍，折價 20% 以得出評價倍數 9.0 倍，乘以本中心 2011 年預估每股盈餘人民幣 0.36 元，得出卡姆丹克本益比目標價。

EV/EBITDA 比評價法

本中心以 EV/EBITDA 評價推算出目標價為 3.33 港元。我們採用 2011 年全球同業平均 EV/EBITDA 比 (市場預估) 7.6 倍，折價 20% 以得出評價倍數 6.1 倍，乘以本中心 2011 年預估每股稅前息前折舊攤銷前淨利，得出卡姆丹克目標價。

圖 7：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬元)	每股盈餘			本益比 (倍數)			每股盈餘成長率 (%)		
					2009	2010 估	2011 估	2009	2010 估	2011 估	2009	2010 估	2011 估
卡姆丹克	712 HK	買進	HK\$2.23	302.8	0.03	0.20	0.36	61.9	10.0	5.5	(86.3)	516.1	82.3
Renesola	SOL US	未評等	7.48	646.1	-0.43	1.50	1.61	N.A.	5.0x	4.6x	N.A.	N.A.	7.5
LDK Solar	LDK US	賣出	7.27	955.5	-2.18	0.89	0.73	N.A.	8.1x	10.0x	N.A.	N.A.	-18.9
PV Crystalox	PVCS LN	未評等	64.5	420.9	0.07	0.05	0.06	10.9x	17.1x	14.0x	-71.4	-36.1	21.7
中美晶	5483 TT	未評等	101	1,014.8	1.58	5.14	6.63	63.9x	19.6x	15.2x	-74.8	225.6	28.9
陽光能源	757 HK	買進	1.78	413.9	-0.06	0.08	0.13	N.A.	18.6x	12.3x	N.A.	N.A.	51.2
平均				690.2	-0.20	1.53	1.83	37.4x	13.7x	11.2x	-73.1	94.8	18.1

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg

註：每股盈餘數位均為當地貨幣單位

圖 8：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百 萬美元)	淨資產收益率 (%)			EV/EBITDA 比			股價淨值比 (倍數)		
					2009	2010 估	2011 估	2009	2010 估	2011 估	2009	2010 估	2011 估
卡姆丹克	712 HK	買進	HK\$2.23	302.8	3.1	17.6	25.7	22.4	6.5	4.3	1.5	1.6	1.3
Renesola	SOL US	未評等	7.48	646.1	N.A.	23.1	20.9	N.A.	5.2x	4.9x	N.A.	1.2x	1.0x
LDK Solar	LDK US	賣出	7.27	955.5	-33.7	12.5	9.4	N.A.	7.2x	7.9x	1.1x	1.0x	0.9x
PV Crystalox	PVCS LN	未評等	64.5	420.9	11.5	6.1	7.1	4.3x	7.3x	6.3x	1.3x	1.0x	1.0x
中美晶	5483 TT	未評等	101	1,014.8	5.1	14.9	17.0	36.8x	13.8x	10.4x	3.3x	2.9x	2.6x
陽光能源	757 HK	買進	1.78	413.9	-7.5	9.2	12.3	N.A.	11.4x	8.3x	2.0x	1.7x	1.5x
平均				690.2	-6.1	13.2	13.3	20.6x	9.0x	7.6x	1.9x	1.6x	1.4x

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg

資產負債表

(RMB 百萬元)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
現金與短期投資	165	399	175	248	638
存貨	33	108	50	49	48
應收帳款及票據	28	153	91	370	383
其他流動資產	117	82	36	150	160
流動資產	343	743	352	817	1,229
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	246	428	801	1,201	1,166
什項資產	228	240	240	240	240
其他資產	474	668	1,041	1,441	1,406
資產總額	817	1,411	1,394	2,258	2,635
應付帳款及票據	109	199	69	64	71
短期借款	140	146	36	100	100
什項負債	5	1	19	50	50
流動負債	254	345	123	214	221
長期借款	0	0	0	400	300
其他負債及準備	3	4	4	4	4
長期負債	3	4	4	404	304
負債總額	257	349	127	618	525
股本	6	8	10	10	10
資本公積	300	803	800	800	800
保留盈餘	255	251	456	830	1,300
換算調整數	0	0	0	0	0
股東權益總額	560	1,062	1,267	1,640	2,110

資料來源：公司資料、元大

現金流量表

(RMB 百萬元)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
本期純益	131	25	205	374	470
折舊及攤提	21	23	37	50	60
本期營運資金變動	(321)	(196)	54	(364)	(16)
其他營業資產	15	79	4	5	3
營運活動之現金流量	(154)	(69)	300	64	518
資本支出	(73)	(173)	(411)	(450)	(25)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(8)	1	(4)	(5)	(3)
投資活動之現金流量	(80)	(171)	(414)	(455)	(28)
股本變動	(5)	477	0	0	0
本期負債變動	120	6	(110)	464	(100)
其他調整數	134	0	0	0	0
融資活動之現金流量	250	483	(110)	464	(100)
本期產生現金流量	15	242	(224)	73	390
自由現金流量	(235)	(240)	(114)	(391)	490

資料來源：公司資料、元大

損益表

(RMB 百萬元)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
營業收入	762	507	1,177	2,099	2,346
銷貨成本	(531)	(452)	(868)	(1,530)	(1,630)
營業毛利	231	55	308	570	716
營業費用	(25)	(20)	(50)	(85)	(94)
營業利益	206	35	259	485	621
利息收入	3	1	1	1	2
利息費用	(6)	(7)	(5)	(19)	(38)
利息收入淨額	(3)	(6)	(3)	(18)	(36)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(36)	2	2	2	2
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	167	31	257	469	588
所得稅費用	(35)	(6)	(52)	(96)	(118)
稅後純益	131	25	205	374	470
稅前息前折舊攤銷前淨利	227	58	296	535	681
每股盈餘 (RMB)	0.24	0.03	0.20	0.36	0.46
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.24	0.03	0.20	0.36	0.46

資料來源：公司資料、元大

主要財務報表分析

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
年成長率 (%)					
營業收入	N.A.	(33.5)	132.2	78.4	11.7
營業利益	N.A.	(83.2)	645.5	87.5	28.1
稅前息前折舊攤銷前淨	N.A.	(74.6)	413.3	80.9	27.3
稅後純益	N.A.	(81.0)	721.6	82.3	25.9
每股盈餘	N.A.	(86.3)	516.1	82.3	25.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.4	10.9	26.2	27.1	30.5
營業利益率	27.0	6.8	22.0	23.1	26.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	29.8	11.4	25.1	25.5	29.0
稅後純益率	17.3	4.9	17.4	17.8	20.0
資產報酬率	32.2	2.2	14.6	20.5	19.2
股東權益報酬率	47.0	3.1	17.6	25.7	25.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	25.0	13.8	2.8	29.8	18.8
淨現金(負債)權益比(%)	4.5	23.9	10.7	(25.0)	(7.4)
利息保障倍數 (倍)	27.5	5.7	57.4	28.0	15.9
利息及短期債	1.2	0.2	6.6	4.4	4.4
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	63.8	N.A.	7.7
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	N.A.	N.A.	7.3	N.A.	2.1
流動比率 (倍)	1.4	2.2	2.9	3.8	5.6
速動比率 (倍)	1.2	1.8	2.4	3.6	5.3
淨負債 (RMB 百萬元)	(25.1)	(253.2)	(139.0)	251.8	(237.9)
每股淨值 (RMB)	1.00	1.37	1.23	1.59	2.05
評價指標 (倍)					
本益比	8.5	61.9	10.0	5.5	4.4
股價自由現金流量比	(4.8)	(6.4)	(18.0)	(5.3)	4.2
股價淨值比	2.0	1.5	1.6	1.3	1.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	4.9	26.8	7.0	3.8	3.0
股價營收比	1.5	3.0	1.7	1.0	0.9

資料來源：公司資料、元大

附錄 A：重要披露事項

研究員聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之研究員，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部研究員于本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

卡姆丹克太陽能系統集團有限公司 (712 HK) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



序號	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	研究員
1:	2010年7月29日	2.21	3.50	3.50	買進	李敏

資料來源：Bloomberg，元大

注：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	92	49%
持有	64	34%
賣出	25	13%
評估中	5	3%
限制評等	1	1%
總計：	187	100%

資料來源：元大

投資評級說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此觀點系基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持中性觀點。此觀點系基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此觀點系基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評級：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

注：元大給予個股之目標價系依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據研究員報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2010 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為于該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在臺灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)系獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之臺灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
臺灣臺北市 104 南京東路三段
225 號 10 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港中環德輔道中 189 號
李寶椿大廈 23 樓