

买入 (维持)

保利协鑫能源 (3800.HK)

目标价: 3.48 港元

现价 : 2.27 港元

2014 年一季度业务运营点评: 量价齐升

预期升幅: 53.3%

## 市场数据

报告日期 2014.5.16

收盘价(港元)	2.27
总股本(百万股)	15,481
总市值(亿港元)	351.42
净资产(百万港元)	18,005
总资产(百万港元)	76,643
每股净资产(港元)	1.04

数据来源: Wind

## 相关报告

《冬去春又来\_首发报告\_20140424\_LHJ》

兴证香港研究部  
分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999  
luhj@xyzq.com.hk

## 主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万港元)	25,530	31,773	37,488	40,062
同比增长	14.24%	24.45%	17.99%	6.87%
净利润(百万港元)	-664	1,970	3,494	4,256
同比增长	81.10%	396.57%	77.36%	21.81%
毛利率	11.91%	20.11%	21.41%	22.99%
净利率	-1.75%	6.96%	9.99%	11.29%
净资产收益率	-2.48%	10.22%	16.26%	18.43%
每股收益(港仙)	-4.29	12.73	22.56	27.49
市盈率	N/A	17.84	10.06	8.26
股息率	0.00%	0.73%	1.49%	2.42%

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **多晶硅业务满产状态, 量价齐升。**保利协鑫能源 5 月 15 日公告 2014 年一季度运营业务表现。多晶硅业务: 生产多晶硅 16,022 吨, 同比增长 85.2%; 对外销售多晶硅 4,042 吨, 同比增长 8.7%; 多晶硅平均售价为每公斤 21.67 美元(去年为每公斤 16.62 美元)。公司多晶硅产能维持在 6.5 万吨, 计划 2014-2015 年新增硅烷流化床法 2.5 万吨。公司的多晶硅维持满产状态, 多晶硅毛利率约为 27.5%, 用于自身硅片生产的多晶硅比例继续提升。
- **硅片产销量大幅增长。**2014 年一季度公司生产硅片 2,884MW, 同比增长 134.3%; 硅片销量 2,750MW, 同比增长 85.6%; 硅片平均售价为 0.23 美元/瓦(去年同期为 0.21 美元/瓦)。公司硅片产品已经从年 2013 年底的 10GW 扩充至 12GW, 并预期到 2014 年底扩充至 13GW。
- **电力业务平稳增长。**2014 年一季度电力销售量为 1,539,647 兆瓦时, 同比增长 27.2%, 蒸汽销售约 2,266,463 吨, 同比减少 0.5%。公司售电增加主要来自于 2013 年苏州北部燃气电厂和地面光伏电站装机容量的增加。
- **维持买入投资评级, 目标价 3.48 港元, 较现价有 53.3% 的上升空间。**根据公司一季度的营运数据, 我们上调了预测的经营业绩, 我们预测 2014-2016 年, 公司营收分别为 318、375 和 401 亿港元, EPS 分别为 0.13、0.23 和 0.28 港元。考虑到公司在 2014 年出现业绩拐点, 维持买入投资评级, 给予保利协鑫未来 12 个月内目标价 3.48 港元。目标价相当于 2014-2016 年 PE 为 27.3、15.4、12.7 倍, 目标价较现价 2.27 港元约有 53.3% 的上升空间。

附：5月15日电话会议速记

1、高效多晶硅硅片 S3 情况？

我们今年客户端推进 S3 高效硅片产品，其电池片转换效率达 17.95%-18.1%，用于封装 255-270 瓦的多晶硅高效组件，高效组件是国外如美国、日本和欧洲市场应用趋势，同时 S3 制造成本和过去普通 P 系列和 S1 和 S2 系列硅片制造成本接近，但转换效率比 S2 硅片高出一个功率段，所以价格比 S2 高出 10% 左右。全年将逐步提升 S3 产出，预计今年 50% 硅片是 S3 产品。公司继续加大硅片的研发，增强在客户端的竞争力。

2、自备电厂进展情况？

我们自备电厂工程建设已经完成，正在接受国家有关部门的质量验收过程中。预计 6-7 月份全面完成验收工作，并顺利并网。因为国家对电力设施并网前的验收程序还是比较多的，我们时间表上力争 6 月底之前实现并网。

3、太阳能电站计划？

去年投资了 0451.HK，更名为协鑫新能源，完成了整体收购，5 月 22 日将公告管理层和运作情况。今年其电站项目一方面通过并购，一方面通过自己开发。451.HK 自己作为独立平台开发 1GW 的项目，这 1GW 是指完成并网。（朱总）明年要翻 2 倍左右，明年更大。

4、多晶硅和硅片成本下降情况？

我们在多晶硅和硅片制造成本方面，GCL 多年来通过科技创新和精益生产，进行工艺改进，使得制造成本持续下降，去年多晶硅平均成本在 16.4 美金/公斤，去年 12 月制造成本达到 16 美元/公斤，今年一季度平均已经低于 16 美金/公斤。硅片成本去年平均是 18 美分/瓦，12 月底制造成本降到 17 美分/瓦，今年一季度已经低于 17 美分/瓦的制造成本。

5、今年底硅片产能 13GW，比之前说的 15GW 有点下降？

去年 12 月底，公司硅片产能 10GW。今年通过技术改造改造提升，通过内部设备调整补充，提升硅片产能，到一季度末实现了今年技术改造提升目标，硅片产能已经达到 12GW。今年投资计划看，我们结合下游市场需求，结合金刚线生产工艺的突破情况，加大高端产品的生产，预计今年硅片产能在 13GW，也不排除超过 13GW，要看下半年的市场情况。

## 6、硅烷流化床多晶硅产能具体进展？

我们硅烷流化床工艺 (FBR) 去年 10 月底开工后，进展顺利，完全按预计进行当中。预计 14 和 15 年，整体总计是 2.5 万吨的产能投资计划，今年年底预计是 1.2 万吨产能，下半年预计有部分产能顺利投产。

## 7、PPT 中说国内分布式项目进展慢原因？安装量 14GW 可能有政策调整？

(PPT 资料：今年国内大型地面项目启动时间退至 5 月底后；而分布式项目尚未全面启动) 分布式启动慢因为我国很多审批手续等，而欧洲、美国分布式项目不需要很多审批，只是与客户签约就可以，电力公司就可以并网。

我们中国把分布式能源和电网连接一起，因为多余电还可以上网卖掉，技术层面上政府解决基本差不都了，今年发展慢，因为很多系统、法规、政策，大概 10 月底前，基本可能都能解决。

我们 0451.HK 有第一家国家审批的，利用最新技术，国家级的分布式及太阳能电站示范区，GCL 明年发展将通过科技创新，同时利用政府补贴，相信协鑫新能源能像过去多晶硅产业一样，花最少钱，做最大的效益。

我本人 29 日到北京参加关于装机目标这方面会议，分布式可能更加放开，地面电站今年可能加大。以后国家政策对投资电站主体更倾向于有技术创新的、专业化的，有运营经验的企业。有的一些组件商制造企业建设电站，项目有些问题，所以银行不敢放贷款。

## 8、硅烷流化床多晶硅成本目标？分布式天然气项目，今年发展战略？开发资本开支是多少？

GCL 这次 FBR 技术比美国企业做得更好，我们第三代反应器可以做到 6,000 吨一台，美国才 1,200 吨，这次 GCL 的 FBR 全成本不会超过 10 美元。

GCL 投资了一些天然气项目，主要为将来能源结构调整、产业结构调整，在江苏省做一些天然气投资。因为分布式天然气项目是缺失的，未来一定是太阳能分布式+天然气分布式+储能，一个家庭、医院、机场等一个单位自己就解决自己的能源需求，所以 GCL 会朝这条路上走。

今年资本开支，核心投资 FBR，今年启动一半 1.2 万吨，另外技改在硅片端改造提升，今年一季度实现 2GW 提升，自备电厂今年 2 月份完成工程进展。技改和投资项目总体上对动用今年现金流影响较小，主要是资本融资租赁和经营租赁等模式

进行项目投入，预计资本开支现金在 10-15 亿左右。

硅烷法投资比较少，1.5 万吨不超过 15 亿以内，2.5 万吨总投资不超过 20 个亿，今年是 1.2 万吨，再加上切片所以今年不超过 15 亿资本开支。

**9、FBR 下半年投产具体什么时间？我们现在的一季度的净资产负债率？管理层预计今年银行贷款有效的融资成本？451.HK 有什么融资计划？**

FBR 技改情况，工程进展顺利，第一台反应器预计 8-9 月份投产，后续第 2、3 台在 10-11 月份，今年 1.2 万吨总目标不变的。

(CF0)我们净债务/股本与去年底相比降低了一点。

大家关注的融资计划，暂时没有打算采取什么信贷融资手段。今年利息，国开行支持五大五小共 10 家太阳能制造企业，有可能缩小变成 5 家，我们是其中之一。我们贷款做调期，利息并未增长，保持原来的利息不变。有可能在企业层面上，发行一些企业债把银行高利息的贷款还掉，发债不是在香港资本市场上。

**10、电站项目 IRR？国开行贷款利率多少？硅片产能多少 S3 占比？**

太阳能电站，并购项目 12-13%，低于 13%一般就不再并购了。自主开发项目 IRR 在 15%以上，低于 15%不做，平均在 14-15%，自主开发的项目效率比较高。国开行利率是正常的贷款利率。

GCL 主要自我开发电站为主，GCL 开了一种新型电站，以后再公布，技术比现在电站先进。GCL 搞太阳能电站有一个科研研发队伍，通过技术进步来促进太阳能成本下降，转换效率提升，我们 GCL 这次收购 451 平台，不同于香港资本市场上任何一家公司，我们有自己的差异化竞争能力，希望大家信任我们。

我们所有硅片都是高效硅片，目前规划 50%S2, 40%S3，还有一部分新开发的 G2 产品投放市场。我们的策略把低效产品让给中小企业，公司主要做高端产品，通过科技创新，走高效战略，这两年明显看出来，所有我们的电池商和组件商都需要我们高效产品。

公司硅烷法多晶硅即将成功；还有一个是高效长晶技术；以及金刚线的使用提升效率。总体上公司产能增长，成本下降，请大家放心，谢谢！（完）

## 附表

### 资产负债表

单位：百万港元

	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	6,169	6,869	7,038	7,655
应收帐款	11,057	12,709	13,871	14,022
存货	1,657	1,777	2,062	2,160
其他流动资产	9,174	10,371	12,242	13,053
<b>总流动资产</b>	<b>28,057</b>	<b>31,726</b>	<b>35,213</b>	<b>36,889</b>
固定资产	43,995	54,753	64,602	69,037
无形资产	853	830	806	783
其他非流动资产	3,737	3,846	4,440	4,730
<b>总资产</b>	<b>76,643</b>	<b>91,155</b>	<b>105,061</b>	<b>111,439</b>
银行借款	24,916	34,109	41,452	44,297
应付帐款	13,737	15,504	17,994	18,844
其他流动负债	3,392	2,154	2,432	2,641
<b>总流动负债</b>	<b>42,045</b>	<b>51,767</b>	<b>61,878</b>	<b>65,782</b>
递延收入	621	773	912	974
银行及其他借款	8,340	10,842	13,011	13,922
其他	7,631	6,135	6,223	6,230
<b>负债总额</b>	<b>58,638</b>	<b>69,518</b>	<b>82,024</b>	<b>86,908</b>
股本	1,548	1,548	1,548	1,548
储备	14,598	18,044	19,342	20,728
每股净资产（港元）	1.04	1.27	1.35	1.44
营运资金	(13,988)	(20,041)	(26,665)	(28,893)
少数股东权益	1,859	2,045	2,147	2,255
<b>本公司权益拥有人应占权益</b>	<b>16,146</b>	<b>19,592</b>	<b>20,890</b>	<b>22,277</b>

### 现金流量表

单位：百万港元

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>EBITDA</b>	<b>3,059</b>	<b>6,191</b>	<b>8,714</b>	<b>10,254</b>
融资成本(收入)	(2,416)	(2,657)	(2,524)	(2,524)
营运资金变化	1,510	700	169	617
所得税	(78)	(330)	(661)	(1,130)
<b>营运现金流</b>	<b>8,507</b>	<b>8,526</b>	<b>11,717</b>	<b>12,246</b>
资本开支	(3,454)	(4,145)	(4,974)	(5,969)
其他投资活动	(3,214)	(3,181)	(3,084)	(3,015)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,668)</b>	<b>(7,326)</b>	<b>(8,058)</b>	<b>(8,984)</b>
已付股息	(86)	(512)	(1,048)	(1,702)
其他融资活动	(242)	12	(2,442)	(943)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(500)</b>	<b>(3,490)</b>	<b>(2,645)</b>
<b>现金变化</b>	<b>1,510</b>	<b>700</b>	<b>169</b>	<b>617</b>
汇兑调整	163	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>4,496</b>	<b>6,169</b>	<b>6,869</b>	<b>7,038</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>6,169</b>	<b>6,869</b>	<b>7,038</b>	<b>7,655</b>

资料来源：公司资料、兴证香港

### 利润表

单位：百万港元

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>收入</b>	<b>25,530</b>	<b>31,773</b>	<b>37,488</b>	<b>40,062</b>
毛利	3,040	6,390	8,028	9,212
其他收入及收益	965	1,110	1,221	1,343
销售费用	(42)	(42)	(46)	(51)
行政开支	(1,786)	(1,875)	(1,931)	(2,028)
其他开支	(458)	(412)	(371)	(334)
<b>经营利润</b>	<b>2,144</b>	<b>5,171</b>	<b>6,900</b>	<b>8,142</b>
融资成本	(2,416)	(2,657)	(2,524)	(2,524)
<b>税前利润</b>	<b>(256)</b>	<b>2,541</b>	<b>4,408</b>	<b>5,651</b>
所得税	(190)	(330)	(661)	(1,130)
<b>税后利润</b>	<b>(446)</b>	<b>2,210</b>	<b>3,746</b>	<b>4,521</b>
少数股东权益	218	240	252	265
<b>归属于所有者的净利润</b>	<b>(664)</b>	<b>1,970</b>	<b>3,494</b>	<b>4,256</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,059</b>	<b>6,191</b>	<b>8,714</b>	<b>10,254</b>

### 主要财务比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	11.9%	20.1%	21.4%	23.0%
净利率(%)	-1.7%	7.0%	10.0%	11.3%

<b>营运表现</b>				
SG&A/收入(%)	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
实际税率(%)	74.3%	13.0%	15.0%	20.0%

股息支付率(%)	0.0%	13.0%	15.0%	20.0%
存货周转天数	32	25	24	25
应付账款天数	72	71	71	71
应收账款天数	141	137	129	127

<b>财务状况</b>				
负债/权益	325.7%	321.3%	356.1%	354.3%
收入/总资产	33.3%	34.9%	35.7%	35.9%
总资产/权益	4.26	4.21	4.56	4.54
盈利对利息倍数	N/A	0.96	1.75	2.24
总资产收益率	-0.6%	2.4%	3.6%	4.1%
净资产收益率	-2.5%	10.2%	16.3%	18.4%

<b>估值比率(倍)</b>				
PE	N/A	17.8	10.1	8.3
PB	3.3	2.8	2.6	2.4

## 投资评级说明

**行业评级**报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

**公司评级**报告发布日后的 12 个月内公司的绝对涨跌幅度为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 股价未来 12 个月涨幅大于 15%

增持: 股价未来 12 个月涨幅在 5% ~ 15% 之间

中性: 股价未来 12 个月涨幅在 -5% ~ 5% 之间

减持: 股价未来 12 个月涨幅小于 -5%

## 机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900



## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未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；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。