

买入 (维持)

保利协鑫能源 (3800.HK)

目标价: 3.68 港元

现价 : 2.79 港元

预期升幅: 31.9%

行业持续复苏, 光伏巨头扭亏为盈

市场数据

报告日期 2014.8.29

收盘价(港元)	2.79
总股本(百万股)	15,481
总市值(亿港元)	431.92
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)	1.09

数据来源: Wind

相关报告

《调研纪要_20140219》
《首发报告_冬去春又来_20140424》
《会议纪要_20140410》
《2014年1季度运营表现点评_20140516》

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)

(755) 2382-6005
(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	33,293	37,612	41,999
同比增长	14.24%	30.41%	12.97%	11.66%
净利润(百万港元)	-664	2,141	3,101	4,254
同比增长	81.10%	422.29%	44.84%	37.21%
毛利率	11.91%	22.14%	23.39%	25.28%
净利率	-1.75%	7.15%	8.91%	10.76%
净资产收益率	-2.48%	10.15%	14.46%	16.95%
每股收益(港仙)	-4.29	13.83	20.02	27.48
市盈率	N/A	20.17	13.93	10.15
股息率	0.00%	0.64%	1.08%	1.97%

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

- **中期业绩反转, 毛利大幅提升, 净利润扭亏为盈。**保利协鑫能源(简称 GCL)8月28日公告 2014 年中期经营业绩: 其中营业收入约 172.2 亿港元, 较 2013 年同期上升 52.4%; 毛利约 36.8 亿港元, 较 2013 年同期上升约 4 倍; 综合毛利率从去年 6.6% 提升至今年的 21.4%; 股东应占利润约 9.0 亿港元(去年同期为亏损 9.17 亿港元), 每股基本盈利约 5.81 港仙。光伏产业自 2013 年下半年以来呈复苏态势, 公司经营业绩持续改善, 今年中期经营业绩实现反转, 毛利大幅提升, 净利润扭亏为盈, 符合市场预期。
- **光伏材料业务的经营业绩表现靓丽。**今年上半年, GCL 的光伏材料(包括多晶硅和硅片业务)分部业务收入为 118.88 亿港元, 同比增长 55.5%; 经营利润实现 11.35 亿港元, 而去年同期为亏损 14.29 亿港元; 光伏材料毛利率从去年 2.3% 增长至 24.7%。公司的光伏材料业务的经营业绩靓丽, 贡献了公司财报的大部分净利润。
- **多晶硅业务满产, 多晶硅毛利率由负转正至 28.96%。**今年上半年公司生产多晶硅 32,341 吨, 同比增长 47.1%; 对外销售多晶硅 7,643 吨, 同比减少 11.9%, 因为公司自身硅片业务持续扩张导致更多比例的多晶硅料自用; 多晶硅平均售价为每公斤 22.1 美元(去年同期为每公斤 17.0 美元), 而多晶硅的生产平均成本则由去年同期的每公斤 17.3 美元下降至 15.7 美元; 多晶硅业务的毛利率从去年同期约-1.8% 提升至 28.96%。公司多晶硅产能维持 6.5 万吨未变, 生产则维持满产状态。
- **硅烷流化床法(FBR)大幅降低多晶硅生产成本。**公司计划 2014-2015 年新增硅烷流化床法 2.5 万吨, 预计今年 9 月底开始批量生产, 10 月份商业运营。FBR 预计未来全成本控制在 9 美元/公斤以下, 品质全部达到电子级。
- **自备电厂预计年底前投产。**公司的自备电厂投产期限被再次推后, 因政府要求燃煤电厂要达到天然气发电厂级别的排放标准, 公司预计在增加环保设备后可通过国家各项验收程序, 年内完成整个验收工作, 实现自备电厂并网。

- **硅片产销两旺，高效硅片占比逐渐提升。**2014年上半年公司生产硅片5,903MW，同比增长71.0%；硅片销量5,776MW，同比增长49.7%；硅片平均售价为0.23美元/瓦(去年同期为0.20美元/瓦)。公司硅片产能已经扩充至12GW，并预期到2014年底通过增加生产设备和多项技术改造扩充至13GW。公司的鑫多晶硅硅片S2，S3主要用于255-260MW以上的高效多晶组件，深受客户追捧，预计高效硅片S3将从当前销售占比10%-15%继续提升到25-30%。
- **科技创新驱动，生产成本持续下降。**GCL以科技创新驱动，实施了一系列降本措施。多晶硅生产成本去年17.3美金/公斤，今年进一步下降到15.74美元/公斤，最低成本已经达到了15.25美金/公斤。硅片制造成本去年是0.097美元/瓦，今年同比下降16%至0.0815美元/瓦，今年最低达到0.0789美元/w。持续降本是公司技术实力的体现，预计下半年多晶硅生产、长晶和切片还有进一步降低成本的措施和方案路线，GCL还会持续降低成本，提升盈利能力。
- **收购451.HK平台，全力拓展光伏下游市场。**2014年5月9日，公司以14.4亿港元代价通过认购新股而持有451.HK已发行股本的67.99%，451.HK将成为公司发展光伏电站以及光伏屋顶电站的专业公司，全力拓展光伏下游市场。451.HK当前在全国储备光伏项目超过1.2GW，预计年底前完成600-800MW光伏项目并网。
- **电力业务收入增长，经营利润下降。**今年上半年公司电力业务实现收入50.34亿港元，同比增长55.8%，主要是售电量增长以及煤炭销售量增长所致(煤炭销售从去年5.28亿港元增加12.88亿港元至18.16亿港元)；经营利润2.09亿港元，同比下降13.1%，下降原因主要是：公司旗下徐州热电厂关停、火电利用小时数下降，天然气电厂燃气成本提升等；毛利率由去年17.5%略微下降至今年15.0%。2014年上半年电力销售量为3,254,413兆瓦时，同比增长16.7%，蒸汽销售约4,218,838吨，同比减少3.3%。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，提升目标价至3.68港元，较现价有31.9%的上升空间。**根据公司最新的营运数据和市场发展趋势，我们上调了今年保利协鑫的经营净利润预测，从之前的19.7亿港元提升至21.4亿港元。我们预测2014-2016年，公司营收分别为332.9、376.1和420.0亿港元，股东净利润分别为21.4、31.0和42.5亿港元，EPS分别为0.14、0.20和0.28港元。考虑到光伏行业的持续复苏和公司在2014年出现的业绩拐点，对其重申“买入”的投资评级，未来12个月内目标价提升至3.68港元。目标价相当于2014-2016年PE为26.6、18.4、13.4倍，目标价较现价2.79港元约有31.9%的上升空间。

图表1 保利协鑫能源2014年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千港元)		同比变动	点评
	2014年中期	2013年中期		
营业收入	17,222,037	11,299,534	52.4%	光伏材料收入增长55.5%，电力业务增长55.8%
销售成本	(13,544,162)	(10,554,538)	28.3%	
毛利	3,677,875	744,996	393.7%	多晶硅业务毛利率由去年的-1.8%转正至28.96%
其他收入	618,034	340,747	81.4%	政府补贴、销售废料和银行利息收入增加所致
销售及分销开支	(33,904)	(20,070)	68.9%	由于销售额增加进行更多的营销活动所致
行政开支	(1,127,116)	(822,112)	37.1%	坏账拨备增加，收购协鑫新能源及新购股权费用上升所致
其他开支、收益及亏损	(428,373)	(356,992)	20.0%	
营业利润	2,706,516	(113,431)		
融资成本	(1,405,602)	(1,091,119)	28.8%	期内票据贴现增加
出售联营公司收益		424,498		
应占联营公司利润	1,605	16,142	-90.1%	
应占合营企业亏损	(1,052)	(708)	48.6%	美国及南非的合营企业的亏损
税前利润	1,301,467	(764,618)		经营利润增加所致
所得税费用	(288,071)	(71,471)	303.1%	
净利润	1,013,396	(836,089)		
股东净利润	900,353	(917,316)		
少数股东权益	113,043	81,227		
基本EPS(港仙/股)	5.81	(5.93)		

资料来源：公司资料，兴证香港

附：8月28日电话会议速记

1、收购 451.HK 协鑫新能源的业务进展？

今年4月对上市公司 0451.HK 的收购，5月9日完成整个收购以后，公司治理结构已搭建完成，业务正在全面展开。最近 0451.HK 不断进行项目披露，其在全国电站储备项目超过 1.2GW，预计年底前 600-800MW 并网。依托 3800.HK 的高效硅片的优势，为建设的太阳能电站提高收益率。电站投资开发 IRR 要求 12-15%。今年 451 会完成预定目标，对 3800.HK 有一个业绩支撑。

0451.HK 因为 5 月 9 日才收购，合并报表只算 5 月 9 日-6 月 30 日，收入贡献 2.7 亿港币，未披露其损益表，数字不是很大。我们暂时无法披露其下半年的业绩贡献预测。

2、自备电厂进展情况？

自备电厂年底以前投产没有问题，目前因政府要求火电厂要达到天然气发电厂的排放标准，在增加环保设备。国家验收程序比较多，预计年内完成整个验收工作，我们也会尽快配合有关部门，早日实现并网。

3、下半年多晶硅、硅片降成本的目标？

今年上半年，各生产成本都在持续下降。GCL 以科技创新驱动，实施一系列降本措施。多晶硅在去年 17.3 美金的基础上，下降到 15.74 美元/公斤，同比降幅 9.2%；今年的最低成本已经达到了 15.25 美金。硅片制造成本去年是 0.097 美元/w，同比下降 16%至 0.0815 美元/w，今年 1-6 月份最低达到 0.0789 美元/w。

持续降本是 GCL 技术实力的体现，下半年多晶硅生产、长晶和切片还有进一步降低成本的措施和方案路线，所以下半年还会持续降低成本，提升盈利能力。特别提一下硅片效率方面，S2、S3 高效硅片引领了行业高效组件的发展，下半年将提升 S3 销售比例，全面停止普通硅片的生产。GCL 不仅是多晶硅和硅片制造最低成本，而且是高品质高效太阳能产品的引导者。

4、商务部暂停多晶硅进口加工贸易，对于下半年多晶硅价格的走势判断以及硅片的定价策略会怎样？

商务部和海关公告 9 月 1 日开始，停止多晶硅的加工进口贸易。中国是全球光伏制造大国，我们国内多晶硅产能完全可以满足国内需求。上半年进口了 4 万多吨多晶硅，其中 60%通过加工贸易途径进来。过去进口多晶硅有低价倾销的行为，禁

止加工贸易可以稳定国内的多晶硅价格，我们预测下半年国内供求关系方面，因这个关门措施，可以减少进口量，稳定国内价格，加上今年下半年安装和需求高峰期的到来，所以多晶硅和硅片产品市场价格会保持平稳。GCL 下半年价格定价方面主要依靠硅片产品质量和效率，我们以客户为中心，以市场为导向，通过市场方面合理定价，推动国内光伏行业的稳定发展，保障 3800.HK 下半年业绩的完成。

5、S2、S3 硅片产品大概占比？

公司的 S2，S3 硅片受到客户追捧，客户生产 255、260w 高效组件一般都采用我们的高效 S2、S3 硅片产品；上半年 5.9GW 硅片生产量，S3 占比超过 10%，下半年预计 S3 比例持续上升，预计从当前 10-15% 上升到 25-30% 以上产出比例。

6、硅烷流化床 FBR 多晶硅生产具体进展？

我们第二代流化床试验是非常好的，大规模生产是第三代的设备。运营上，预计下个月 9 月底开始批量生产，10 月份应该逐步进入商业化运行。生产成本刚开始大概 9 美元左右，明年这个时候控制在 8 美元，明年底全成本控制在 9 美元以下，品质达到电子级。

7、对分布式能源政策及光伏电站运营的前景？

分布式能源最近的政策非常利好，协鑫投资 0451.HK 后，公司与目前几家在港上市光伏电站公司策略有所不同，3800.HK 过往 300 多 MW 并网电站运营情况比当时公告时的预期要好，其他的公司都比预期低 30-40%，因为 GCL 是电力企业出身、研发，设计，运维团队更加专业。今年按照公告各项目预期陆续完成，明年我相信我们 1GW 电站的盈利能力会超过现在在香港上市几家大型公司 1.3-1.5 倍的盈利能力，我们更注重产品研发和产品质量，在国内像我们拥有系统技术、系统优化能力是独一无二的，GCL 坚持科技创新，注重运维，注重企业的结构，我们是非常优秀的太阳能电力公司。

8、硅片产能到年底还是计划到 13GW？

GCL 硅片产能一季度通过工艺改进，填平补缺，从 13 年底提升到 3 月底的 12GW，技术革新在不断推动，上半年整体的生产 5.9GW，下半年我们还会通过技术改造提升长晶、铸锭的容量，提升切片机包括金刚线切片的效率，通过这些途径到年底可能达到或超过 13GW。

7-8 月公司仍然保持产销两旺，多晶硅、硅片全面满产，客户订单对 S2、S3 持续加量，整体销售比较旺盛，整体库存水平在合理线内。预计未来到年底，将保持

全年设备的满产。

9、今年资本开支情况？

2014 年 1-6 月用了 25 亿，含太阳能电站开支，详见现金流量表。

10、负债率持续下降，公司融资需求？

净负债比例从去年 163.4% 下降到今年上半年的 146.5%，下降幅度比较大的，可以看出公司经营良好现金流充沛、财务状况良好，目前没有考虑融资方案。

11、公司 N 型单晶硅片生产情况？

GCL 不仅拥有多晶的生产技术，我们早就拥有 500MW 单晶生产基地（河南漯河），我们一直在生产单晶产品。我们的单晶产品随客户需求量身订制，这么多年一直为日本韩国高端客户供货单晶产品。其中 GCL 早就研发出 N 型单晶，我们为自己电站做生产，和我们总量相比占比很小，但我们有技术能力和生产能力，可以生产单晶 N 型产品。

12、美国电站的销售情况？

公司在美国电站有 100 多 MW，不排除下半年出售一些的可能性。

附表

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万港元				
现金及等价物	6,169	6,862	6,660	7,532
应收帐款	11,057	13,317	13,916	14,700
存货	1,657	1,814	2,017	2,197
其他流动资产	9,174	10,864	12,278	13,684
总流动资产	28,057	32,858	34,872	38,113
固定资产	43,995	57,372	64,816	72,375
无形资产	853	830	806	783
其他非流动资产	3,737	3,994	4,452	4,919
总资产	76,643	95,053	104,946	116,190
银行借款	24,916	35,740	41,589	46,439
应付帐款	13,737	15,833	17,600	19,169
其他流动负债	3,392	2,172	2,411	2,658
总流动负债	42,045	53,745	61,600	68,266
递延收入	621	810	915	1,021
银行及其他借款	8,340	10,842	13,011	13,922
其他	7,631	6,201	6,229	6,313
负债总额	58,638	71,597	81,754	89,523
股本	1,548	1,548	1,548	1,548
储备	14,598	19,862	19,496	22,864
每股净资产 (港元)	1.04	1.38	1.36	1.58
营运资金	(13,988)	(20,887)	(26,728)	(30,154)
少数股东权益	1,859	2,045	2,147	2,255
本公司权益拥有人应占权	16,146	21,411	21,044	24,412

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万港元				
EBITDA	3,059	6,729	8,410	10,336
融资成本(收入)	(2,416)	(2,899)	(2,986)	(3,284)
营运资金变化	1,510	693	(202)	872
所得税	(78)	(523)	(736)	(992)
营运现金流	8,507	8,805	11,689	13,260
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)
投资活动现金流	(6,668)	(7,326)	(8,058)	(8,984)
已付股息	(86)	(557)	(930)	(1,702)
其他融资活动	(242)	(229)	(2,903)	(1,703)
融资活动现金流	(329)	(786)	(3,834)	(3,404)
现金变化	1,510	693	(202)	872
汇兑调整	163	0	0	0
期初持有现金	4,496	6,169	6,862	6,660
期末持有现金	6,169	6,862	6,660	7,532

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万港元				
收入	25,530	33,293	37,612	41,999
毛利	3,040	7,372	8,798	10,616
其他收入及收益	965	1,110	1,221	1,343
销售费用	(42)	(63)	(82)	(90)
行政开支	(1,786)	(2,232)	(2,522)	(2,774)
其他开支	(458)	(412)	(371)	(334)
经营利润	2,144	5,775	7,043	8,761
融资成本	(2,416)	(2,899)	(2,986)	(3,284)
税前利润	(256)	2,904	4,089	5,511
所得税	(190)	(523)	(736)	(992)
税后利润	(446)	2,381	3,353	4,519
少数股东权益	218	240	252	265
归属于所有者的净利润	(664)	2,141	3,101	4,254
EBITDA	3,059	6,729	8,410	10,336

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
毛利率 (%)	11.9%	22.1%	23.4%	25.3%
净利率 (%)	-1.7%	7.2%	8.9%	10.8%
营运表现				
SG&A/收入 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
实际税率 (%)	74.3%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率 (%)	0.0%	13.0%	15.0%	20.0%
存货周转天数	32	24	24	25
应付账款天数	72	71	71	71
应收账款天数	141	134	132	124
财务状况				
负债/权益	325.7%	305.2%	352.5%	335.7%
收入/总资产	33.3%	35.0%	35.8%	36.1%
总资产/权益	4.26	4.05	4.53	4.36
盈利对利息倍数	N/A	1.00	1.37	1.68
总资产收益率	-0.6%	2.5%	3.2%	3.9%
净资产收益率	-2.5%	10.2%	14.5%	16.9%
估值比率 (倍)				
PE	N/A	20.2	13.9	10.2
PB	3.5	2.7	2.7	2.3

资料来源: 公司资料、兴证香港

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。