

会议摘要
能源行业



未评级

保利协鑫能源 (3800.HK)

光伏行业前景看好，公司产能规模扩张

市场数据

报告日期	2014.4.10
收盘价(港元)	2.70
总股本(百万股)	15,485
总市值(亿港元)	418.10
净资产(百万元)	180.05
总资产(百万元)	766.43
每股净资产(元)	1.16

数据来源: Wind

事件:

我们于 2014 年 4 月 9 日下午邀请了保利协鑫投资者关系部高级经理汪满健博士和高级经理李依知女士来我司会议室做路演活动，就公司 2013 年经营业绩和近期公司经营状况与投资者做了交流。

我们的观点:

我们认为保利协鑫 (3800.HK) 作为全球最大的多晶硅龙头企业，具有规模、技术和成本优势，面对光伏行业回暖，国内光伏利好政策频出情况下，公司的多晶硅和硅片进入新一轮的产能扩张期。同时公司布局了光伏下游市场资本平台，通过入股森泰集团 (0451.HK)，拟将光伏电站项目独立运作。我们认为，在光伏行业新一轮的发展期，具有多晶硅料、光伏电站双头发展策略的保利协鑫是光伏市场复苏的受益者，建议投资者密切关注。

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
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

会议要点如下:

公司基本情况

保利协鑫能源控股有限公司是全球领先的多晶硅、硅片的供货商，也是中国一流的环保电力投资及运营商。公司的多晶硅产品质量在 2010 年已达到电子级标准，而年产能在 2011 年底已达到 65,000 吨。公司的硅片年产能在 2011 年底已达到 8 吉瓦。

在太阳能系统集成业务方面，公司致力于向太阳能电站投资者提供包括项目开发、设计、采购、建设、融资及营运的一站式的太阳能系统解决方案。

最新公告: 保利协鑫能源 (3800.HK) 3 月 13 日公告 2013 年上市公司经营业绩。其中营业收入为港元(下同)255.3 亿，同比增长 14.2%; 毛利 30.40 亿港元，同比增长 73.8%; 股东应占亏损 6.64 亿港元，收缩亏损 81.1%; 每股基本亏损 4.29 港仙。公司在 2013 年下半年经营上扭亏为盈，全年的经营业绩好于市场前期预期。

1、公司 2013 年经营业绩及近况。

2013 年下半年企业是盈利的，13 年 1 季度差一点，下半年多晶硅、硅片（价格）都是往上走的。上半年公司亏 9.17 个亿，但下半年盈利 2 个多亿，其中四季度盈利将近 3 个亿。多晶硅的成本在 17 块以下，市场价格上个月大概 23 美元，现在大概 22 美元左右。硅片价格大概在 0.23 美元/瓦，硅片的成本大概在 0.17 美元/瓦。

电站业务去年四季度并网的电站还是挺多的，到 13 年底，并网是 303MW，这些电站按规定至少要 2 年后才能并入 451.HK 平台。以其他公司名义拿路条比较麻烦的，就可以放在 3800.HK 平台内。

2、公司的多晶硅产能拓展计划以及流化床工艺生产进展？

公司的硅烷法流化床工艺生产多晶硅 1,000 吨的中试成功，3,000 吨的试生产中，预计 2014 年底，今年上 3 台炉子，可达到万吨流化床工艺多晶硅产能，到 15 年再上 5 台，再增加 1.5 万吨产能，总计可以达到 2.5 万吨硅烷法产能。2.5 万吨硅烷法总的投资是 20 亿人民币。如果一公斤盈利 6 美元，两年成本就回来了，所以希望两年之内价格保持在 18-20 美元/公斤左右。

3、自备电厂以及多晶硅生产成本下降情况？

硅烷法生产的多晶硅成本在 10-12 美元/公斤。传统的改良西门子法的 6.5 万吨的老线现在生产成本在 17 美元/公斤以下，5 月份投入自备电厂，电费下降一半，原来 0.70 元/度，自备电厂是 0.35 元/度，如果按 7,000 小时计算，覆盖 70%用电，那么每公斤成本可以下降 2-3 美元，到 14 美元/公斤，如果加上硅烷法的量，那么平均下来大概 13 美元，如果售价 18 美元的话，还有 5 美元毛利，毛利率超过 30%。

自备电厂方面，如果每天 24 小时发电，一年 365 天，除去检修的时间，至少 7,000 多小时，煤电发电不用停，好的话还能做到 8,000 小时。电厂装机容量是 30 万 KW，最大可以调到 35 万 KW，备压两条，加起来 5 万 KW。协鑫自身是做电力出身，这是公司的强项。

4、光伏行业的多晶硅需求前景？

多晶硅的价格跟生产成本没关系，而是跟市场需求有关系。到 2018 年，估计一年光伏装机 100GW，多晶硅需要 50 万吨。今年全球光伏装机量 40-45GW 了，明年

肯定 50GW 以上，16、17、18 若按每年 20% 增长，所以 18 年可以到 100GW。

现在全球产能，多晶硅大概 22 万吨左右，然后硅片产能大概 40-50GW，电池组件 60GW 左右，就是说当前电池组件还是过剩的，但是过两年如果不破产就可以利用了。

多晶硅现在价格传导，多晶硅的成本不像之前占比组件很大比例了。但是现在组件，包括电池，从年初到现在跌了 8%，硅片价格有点变动，涨 1-2 个点，多晶硅还在 22 美元，主要因为现在多晶硅没那么多了，全球 11 年多晶硅的产量和现在的产量是一样的。

5、多晶硅的产能扩产情况？

能看到产能扩张，瓦克 2 万吨，OCI 有 1 万吨，OCI 的成本高，我们 2.5 万吨，还有传三星要搞 1 万吨。国内大全现在 6000 吨，马上再投 6000 吨。

特变和大全在新疆设厂，主要是新疆地理位置，人员流动率比较大，主要优势就是电价便宜。至于去外地内蒙等地方建多晶硅厂，老板也在看，但是大环境都没有徐州的好，如果有新的投资计划，公司都会发公告。

所以现在价格 22 美元/公斤，也不能再高了。到 18 年装机 100GW，还有 3 年半时间，等于需再投 30 万吨产能。我们作为有优势的企业，产能扩展的很快，4 万吨生产线一年多就做起来了。

6、多晶硅和薄膜技术路线？

当前光伏全球都是多晶为主，薄膜现在市场占有率大概 8 个点，空间虽有，但是做成的组件成本也高，6 毛多美元，现在光伏组件才卖 0.66，成本跟效率也都没法跟晶硅的比。

老板每年都要去国外很多次去看各种技术，公司也有科研团队去研究。

7、公司硅片现在产能与规划？

公司多晶硅片的产能现已经达到 10GW，新产能已经在生产。今年年底要达到 15GW 产，预计 14 年硅片出货量要超过 12GW。

每瓦用多晶硅在 5.3 克左右。公司可以做的更薄，但客户希望厚一点，方便能在上面加工做电池片。

8、公司的硅片研发和发展方向？

公司推出的鑫单晶 G2 是 P 型的，纯单晶，99.5%的单晶，鑫多晶是指高效多晶的代号，鑫单晶是用多晶的方法生产的单晶，但是成本和多晶一样，但是转换效率比多晶高，成品效率在 19%以上，今年开发 N 型，都是铸锭单晶，N 型的成本再加 5%-10%，但售价增加 15%以上。

鑫单晶铸锭环节很难，多晶就是下面铺多晶子晶，单晶就是需要铺单晶子晶，把点放好，多点拉棒，N 型单晶就是 N 型子晶拉棒，硅棒朝着一个方向去生长。

鑫多晶 S2 转换效率在 17.6%以上，最高 18.2%，S3 可以到 18.2%、18.5%。

9、公司与 686.HK 合作项目的情况？

公司只是 686.HK 的财务合资人，具体的项目合作，两个企业还是从自身角度考虑合作。公司就是 IRR 在 12-15%的项目就会做，如果出售电站毛利率会在 15%，达到上述条件我们就会去做，具体合作对象并不限定。

10、海外光伏电站的经营模式？

海外之前有 200 多 MW，是建设的过程中就卖了，这样不会占用资金。去年建成总共 209MW，销售有 5000 万美金，毛利很高。

11、451.HK 的情况和光伏电站开发计划？

451.HK 的股东大会还没开，不方便讲太多。

按照协议，公司准备开发 800MW-1GW。主要还是自己建。资金没问题，只要 IRR 达到 12-15%都可以，借用银行杠杆，整个项目 6-8%。公司争取做到全球前三的光伏电站运营商。

【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】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了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，该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。