

未评级

## 保利协鑫能源控股有限公司 (3800.HK)

## 光伏行业回暖，产能规模扩张

## 市场数据

报告日期	2014. 2. 19
收盘价(港元)	2.63
总股本(百万股)	15,485
流通股本(百万股)	15,485
总市值(亿港元)	407.25
流通市值(亿港元)	407.25
净资产(百万元)	21,306
总资产(百万元)	71,271
每股净资产(元)	1.27

数据来源：彭博

## 事件：

我们于2014年2月18日拜访了保利协鑫投资者关系部高级经理汪满健博士，就公司经营情况和近期公司公告内容做了交流。

## 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。

## 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公吨。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)与森泰集团(0451.HK)于2月13日发布联合公告，公司与森泰集团订立认购股份协议，保利协鑫按每股4.00港元现金认购3.6亿股森泰集团新发行股份。森泰集团现已发行股本85,948,520份，认购数目相当于其418.86%，认购完成后相当于全部已发行股份的67.99%。认购价相当于最后交易日收盘价13.5港元折价70.4%。保利协鑫入股森泰集团，成为0451.HK的控股股东，意在拟将其太阳能电站业务独立上市运作，而3800.HK专注于多晶硅和硅片业务。

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

### 1、公司的多晶硅流化床工艺生产进展？多晶硅的产能拓展计划？

公司的流化床工艺生产多晶硅中试成功，工业化试生产中，预计 2014 年底，可达到万吨流化床工艺多晶硅产能，到 15 年底再增加 1.5 万吨产能。

### 2、公司硅片现在产能与规划？与精工科技的铸锭炉合作情况？

公司多晶硅片的产能现已经达到 10GW，新产能已经在生产。公司租了精工科技的 90 台铸锭炉，5 年总租金 9400 万元(可见精工科技 002006.SH 公司公告)。另外公司自己制造了 14 台铸锭炉。硅锭切片机都是买的外国进口的。当前硅片的订单已经排到了今年 6 月份。硅片现在的加工成本 9 美分/瓦。

### 3、对硅料价格怎么看？

当前硅料 23-24 美元/公斤，预计今年不会超过 25 美元/公斤。

### 4、2013 年多晶硅有多少新增的产能？ 14 年和 15 年新建能投产的有哪些？

2013 年公司没有新增多晶硅产能。计划到 14 年年底增加 1 万吨产能，15 年年底再增加 1.5 万吨产能，都是流化床工艺生产的，开支 20 亿元左右。

国内的大全去年增了 6,000 吨，特变增加 1.2 万吨。OCI 据说今年扩 1 万吨到 5.2 万吨，其他没听说。

### 5、据新闻报道有十多家多晶硅企业复工？

去年顶多国内就 4 家规模生产，媒体说的复工企业是应该是试车，没有复产的。

### 6、多晶硅的生产成本下降情况？

当前多晶硅产能 6.5 万吨开满，一个月生产 5,000 多吨。一般产能利用率到 8 成就叫满产。

当前生产成本是 16.5 美元/公斤，成本下降主要是西门子法改造所致。估计 2013 年平均成本 17 美元多点。如果自备电站 3 月份投入使用，生产成本降到 13-14 美元/公斤，即单位成本可降 3 美金左右。

### 7、特变的生产成本很低？

特变去年底投产 1.2 万吨。现在国内每个月还是有几千吨的进口量，特变抢占的这部分进口份额，其次特变没有硅片，第三，如果协鑫的自备电用上，覆盖用电

成本 70%，因而成本比其更有优势。

**8、有新闻报道薄膜发电可达到 30%转化率？**

不大可能工业化。

**9、公司收购森泰集团（0451.HK）进行电站开发的策略？**

保利协鑫现在建成已经并网的电站 300MW，另外 220MW 有路条，这些项目要 2 年后注入上市公司 451.HK。

森泰集团走新开发光伏电站项目的方式，预计 14 年有 800-1GW 的装机量。运营模式是自己持有，电站运营。预计资本开支 60-80 亿，自有资金有十几亿，其余通过银行贷款。公司将根据实际情况加大对国内外光伏电站的开发。

**10、传统热电业务？**

传统热电业务还是在 3800.HK 上市公司中，目前没有剥离的计划。2013 年火电装机规模增长不大，但是火电业务下半年因为煤炭价格下降盈利很好。

## 【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。