

未评级

保利协鑫能源 (3800.HK)

市场复苏，业绩持续向好

市场数据

报告日期	2014.3.14
收盘价(港元)	2.84
总股本(亿股)	154.85
总市值(亿港元)	439.77
净资产(亿港元)	180.05
总资产(亿港元)	766.43
每股净资产(港元)	1.16

数据来源: Wind

相关报告

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万港元)	22,627	25,530	27,318	29,572
同比增长(%)	-12.18%	14.20%	12.40%	8.25%
毛利(百万港元)	1,749.1	3,039.6	5,168.1	6,442.9
同比增长(%)	-79.34%	73.78%	61.11%	31.68%
毛利率(%)	7.83%	11.67%	17.92%	21.48%
净利润(百万港元)	-3,515.5	-664.3	1,950.5	3,285.3
同比增长(%)	-182.24%	-81.1%	324.44%	68.43%
每股收益(港元)	-0.23	-0.43	0.12	0.20

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

- **2013年下半年经营扭亏为盈。**保利协鑫能源(3800.HK)3月13日公告2013年经营业绩。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,不派息。公司在2013年下半年扭亏为盈,全年的经营业绩好于市场预期。
- **产品销量增长,生产成本继续下降,市场价格小幅回升。**2013年公司生产多晶硅50,440吨,同比增长36.1%,出售多晶硅16,329吨,其余自用,多晶硅生产成本17美元/公斤,同比下降13.7%,截至去年12月份已经降到16.4美元/公斤。2013年公司硅片产量8,634兆瓦,同比增长53.6%,出售硅片9,296兆瓦,生产成本0.18美元/瓦,同比下降27.8%;截至去年12月份生产成本已经低于0.17美元,2013年硅片平均售价0.25美元/瓦。
- **继续扩张多晶硅产能,多方位降低生产成本。**公司现有65,000吨改良西门子法多晶硅产能,通过自备电厂和持续生产工艺改进降低生产成本。预计今年5月自备电厂正式投产,自营电成本0.33元/度,而工业电成本0.70元/度。公司的硅烷流化床法生产线已通过1000吨级中试,计划2014年下半年批量投产,产能可达万吨规模,2015年再投产1.5吨,总计多晶硅扩产2.5万吨,预计硅烷流化床法多晶硅生产成本在10-12美元/公斤。
- **轻资产扩产硅片产能,保持市场占有率。**公司截至2013年年底,硅片产能已经从8GW提升至10GW,公司通过融资租赁方式租赁设备,降低资本支出,公司通过技术改造,提升单位铸锭炉单位产能。公司计划通过进一步改造升级铸锭炉,使用金刚线切片,并提升硅片产能至2014年底达到15GW,达到公司约30%的市场份额龙头地位。
- **打造光伏电站资本运作平台,发力光伏电站市场。**2013年公司国内外并网电站项目270MW,累计达到303MW,海外光伏电站已销售开发中项目的209MW,建成销售18MW,建设期项目约100MW。公司通过控股森泰集团(0451.HK)独立开发光伏电站项目,预计森泰集团2014年有800MW-1GW的装机量。
- **我们的观点:**保利协鑫作为光伏行业多晶硅和硅片生产龙头企业,具有规模、品牌、成

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

本和技术上的较大优势，面对新一轮的光伏行业发展明显受益。同时公司积极布局和发展光伏下游电站市场，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**光伏终端装机不及预期；产能过剩价格下滑。

图表 1 保利协鑫能源 2013 年主要财务指标变动情况

	单位(千港元)			
	2013年	2012年	同比变动	点评
收入	25,530,002	22,348,026	14.2%	多晶硅、硅片及电力销售量大幅增长所致
销售成本	(22,490,373)	(20,598,931)	9.2%	光伏板块毛利率从2012年4.4%提升至2013年的9.5%，主要是生产成本下降所致。电力业务毛利率从2012年15.9%提升到2013年的19%。
毛利	3,039,629	1,749,095	73.8%	
其他收入及收益	965,126	783,826	23.1%	
销售及分销费用	(42,148)	(95,593)	-55.9%	压缩成本，提高效率
行政开支	(1,785,594)	(1,899,497)	-6.0%	严格成本控制
其他开支	(457,724)	(1,486,144)	-69.2%	商誉减值因为光伏行业复苏而减少
经营溢利	1,719,289	(948,313)	-281.3%	
财务费用	(2,415,617)	(2,309,342)	4.6%	利息增加由于利息开支资本化金额因年内在建工程减少而减少所致。
应占联营公司利润	21,370	3,412	526.3%	联营的热电厂因为煤炭价格下降而经营效益较好
税前利润	(255,713)	(3,261,408)	-92.2%	
所得税开支	(190,092)	(123,876)	53.5%	多数子公司扭亏为盈，企业所得税增加
净利润	(445,805)	(3,385,284)	-86.8%	
本公司拥有人	(664,263)	(3,515,515)	-81.1%	
少数股东权益	218,458	130,231	67.7%	
基本EPS(港仙)	(4.29)	(22.71)	-81.1%	
摊薄EPS(港仙)	(4.29)	(22.71)	-81.1%	

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】

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。