

首次覆盖

保利协鑫 3800 HK

业绩迎来拐点，估值吸引

- 我们首次覆盖保利协鑫，强烈建议买入，目标价为2.96港元，潜在回报率为51.8%。
- 预计中国的多晶硅总消费将从2014年的17.7万吨增加至2020年的27.3万吨，年复合增长率为7.5%，保障了对上游硅料产品的需求。
- 通过硅烷流化床技术的以及自备电厂的应用，我们预计公司2015年的多晶硅生产成本可降至13美元/公斤左右，从而提高整体盈利能力。

李启浩, CFA, FRM
 (852) 2533 3708
 nelsonlee@sbichinacapital.com

公司资料 (3800 HK)

建议	强烈建议买入
现价 (港元)	1.95
目标价 (港元)	2.96
过去12个月波动区间 (港元)	1.64-3.17
市值 (百万港元)	30,204.1
每日成交额 (百万港元)	160.6
公众持股量 (%)	67.5
数据来源: 彭博	

中国光伏行业持续推进，多晶硅需求得到保证：假设2020年全球光伏装机容量达到500吉瓦，未来5年全球光伏的总容量将以平均每年18%的速度增加，从而保障了对上游硅料产品的需求。我们预计中国的多晶硅总消费将从2014年的17.7万吨增加至2020年的27.3万吨，年复合增长率为7.5%。我们同时预计保利协鑫的多晶硅产量将从2014年的6.5万吨增加至2020年的11.6万吨，年复合增长率为10.3%。

多晶硅产能释放，生产成本持续下降：公司目前拥有6.5万吨改良西门子法多晶硅产能，并正在通过对改良西门子法生产线进行技术改造实现1万吨产量增长；同时也在积极推进2.5万吨硅烷流化床（FBR）产能建设，预计在2015年底投产后公司的多晶硅总产能将达到10万吨。通过FBR技术和自备电厂的应用，我们预计公司的多晶硅生产成本将从目前的15美元/公斤降至2015/2016财年的13.0美元/公斤和12.2美元/公斤。

空头情绪集中释放，股价迎来错杀良机：公司股价自2014年9月份以来持续回落，自阶段性高点3.08港元/股，最大跌幅超过46%。进一步对比保利协鑫2014年与2015年同期的各项数据，我们可以发现公司业务规模、业务水平以及盈利能力均有所提高，但股票价格折让超过35%，我们认为负面消息所引起的短期市场错杀，是比较好的投资时点。

盈利预测及估值：我们预计保利协鑫的每股利润将从2014年的0.13港元增至2016年的0.24港元，年复合增长率达到37.9%。我们首次覆盖保利协鑫，目标价为2.96港元，潜在回报率为51.8%。我们的目标价相等于2015年和2016年的市盈率分别为16.6倍和12.4倍。



相关研究报告

- 基本面良好，估值处于较低水平 (2015年1月12日)
- 新能源板块迎来投资机遇 (2015年1月9日)
- 盈利能力今年有望提升，估值吸引 (2015年1月7日)
- 决定保留硅片生产业务；美国双反政策对公司负面影响有限 (2014年12月23日)

图1. 基本财务信息

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
总收入 (百万港元)	22,348.0	25,530.0	33,044.3	35,356.2	37,453.0
收入增长率 (YoY)	-12.4%	14.2%	29.4%	7.0%	5.9%
税前收入 (百万港元)	(3,261.4)	(255.7)	2,851.7	4,054.3	5,420.3
税前收入增长率 (YoY)	n.a.	n.a.	n.a.	42.2%	33.7%
股东应占盈利 (百万港元)	(3,515.5)	(664.3)	1,939.1	2,756.8	3,685.7
净利润增长率 (YoY)	n.a.	n.a.	n.a.	42.2%	33.7%
基本每股收益 (港元)	(0.23)	(0.04)	0.13	0.18	0.24
每股净资产 (港元)	1.1	1.2	1.3	1.5	1.8
P/E (x)	n.a.	n.a.	15.6	11.0	8.2
P/B (x)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.1

来源：软库中华、公司资料

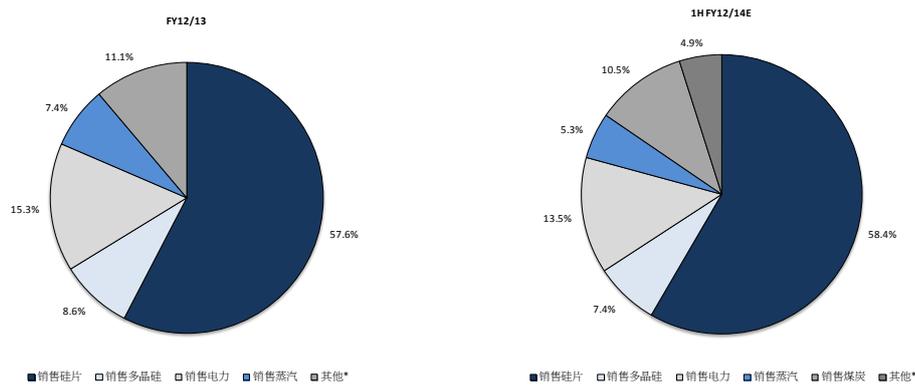
目录

公司背景	3
多晶硅及硅片	3
电力业务	4
股权结构	5
投资亮点	6
全球光伏行业持续推进，多晶硅需求得到保证	6
多晶硅产能释放，生产成本持续下降	7
空头情绪集中释放，股价迎来错杀良机	8
财务数据	10
股东应占利润	10
运营收入	10
销售成本及毛利率	11
行政开支	11
融资成本	12
协鑫新能源盈利贡献	13
估值	16
现金流量法	16
PE 相对估值法	16

公司背景

保利协鑫能源（“保利协鑫”）成立于1996年，2007年于香港联交所上市。上市初期，公司主要从事热电厂（包括火电、生物质发电和垃圾发电）的开发、管理和经营。2009、2010年，公司依次收购了江苏中能和高佳太阳能100%股权，开始涉足多晶硅和硅片的生产、销售业务，并于近年将业务逐步向光伏电站延伸，从而形成了以光伏两端业务为主，传统热电为辅的业务结构。截止2014年上半年，公司多晶硅料和硅片销售、电力业务和其他业务占比分别为65.8%、29.3%和4.9%（图2）。

图2. 保利协鑫2013财年和2014财年上半年的收入细分 (以业务分类)



来源：公司资料、软库中华

*其他包括煤炭销售、硅锭和组件销售等

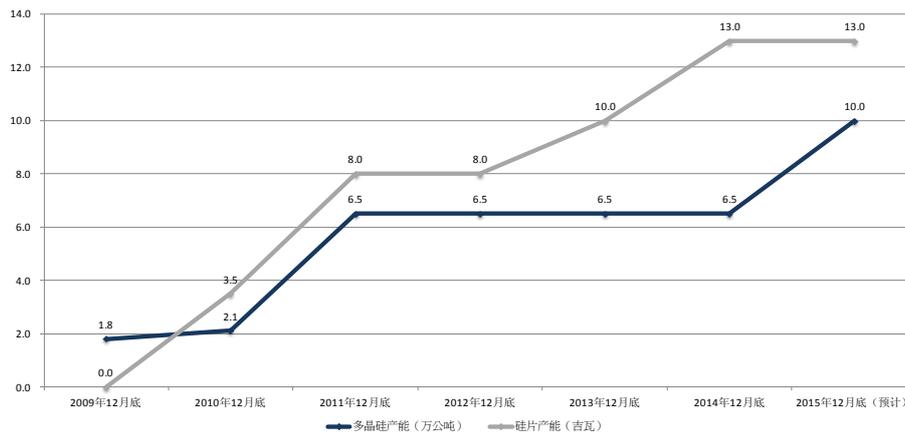
多晶硅及硅片

多晶硅是生产多晶硅片的主要原材料，公司生产的多晶硅大部分会留给自用生产硅片，只有少部分对外销售，2014年上半年多晶硅自耗比例约80%左右。

公司目前拥有6.5万吨改良西门子法多晶硅产能，规模全球第一，市占率约1/4左右。公司正在通过对改良西门子法生产线进行技术改造实现1万吨产量增长；同时也在积极推进2.5万吨硅烷流化床（FBR）产能建设，其中6000吨正在安装调试，预计2015年二季度初正式运营；而另外1.9万吨FBR产能也将在2015年内陆续建成并投入生产。届时，公司多晶硅总产能将达到10万吨，市占率上升至1/3左右。

多晶硅片方面，公司拥有硅片产能13GW，短期内暂时没有扩展计划。产品主要包括鑫多晶S1、S2、S3、P型，鑫单晶G1、G2，以及N型。近年来，公司着力发展高效多晶硅片产品S2和S3，并且提升了单晶产品在出货量中的占比。2014年高效多晶S2、S3、鑫单晶G2和N单晶占比分别为50%、38%、10%和2%。与原普通多晶硅片相比，高效多晶可获得10-20%的销售溢价。

图3. 2009-2015年保利协鑫能源多晶硅及硅片产能



来源：软库中华、公司资料

电力业务

公司的电力业务包括在国内营运的热电厂（包括垃圾发电厂）、光伏电厂及风力发电厂。截止 2014 年 6 月 30 日，公司三类电厂的权益装机容量依次为 839.3 兆瓦、259.3 兆瓦和 49.5 兆瓦。

光伏电站方面，公司于 2014 年 5 月通过承配森泰集团（0451 HK）配售新股，获得了森泰集团控股权（占已发行股份比例 62.3%），并改名为“协鑫新能源”，致力于将其打造为光伏电站上市平台。截至 2014 年底，协鑫新能源的光伏电站并网量为 615.5 兆瓦（其中 606 兆瓦为地面电站；61.5 兆瓦为分布式发电）；而未来将继续以每年 2 吉瓦的速度新增装机容量，并且也会更多的参与分布式光伏电站的建设运营。

与此同时，保利协鑫目前持有的 320 兆瓦地面电站和 3 兆瓦屋顶光伏电站也计划于未来两年中逐步转移至协鑫新能源里，从而使两个上市公司中的业务结构更加清晰。而这种将光伏上下游业务分置于两个平台中运营的安排，除了能够让每个公司专注于自身业务外，更重要的是，有助于提升公司光伏电站业务的资产估值，进而降低公司的股权融资成本。

此外，公司方面认为，热电厂、风力发电厂及其相关业务不会是未来发展重点，预期将维持年复 10%左右的稳定增长，且不排除分拆的可能性。

图4. 截止2014年上半年保利协鑫电力业务数据

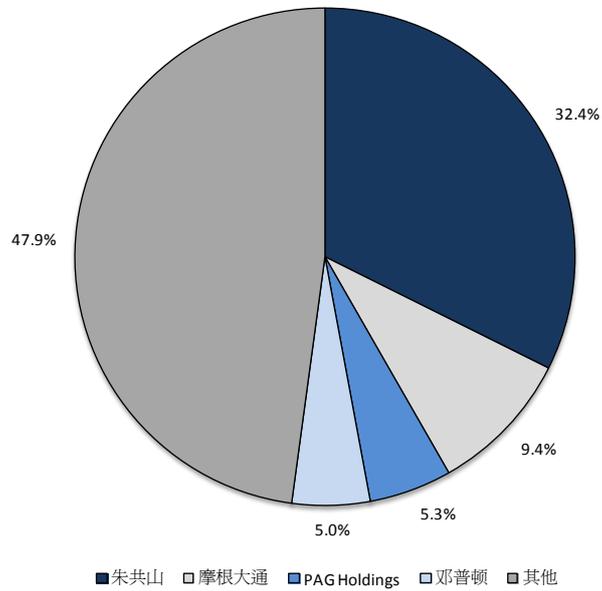
	2014年6月30日 容量 (兆瓦)			2013年12月31日 容量 (兆瓦)		
	数量	装机	权益装机	数量	装机	权益装机
热电厂						
燃煤热电厂及资源综合利用热电厂	13	444	352	14	474	375
燃气热电厂	3	870	391	3	870	391
生物质热电厂	2	60	60	2	60	60
固体垃圾发电厂	2	36	36	2	36	36
	20	1,410	839	21	1,440	862
光伏电站						
光伏电站	8	320	256	7	300	236
屋顶光伏电站	1	3	3	1	3	3
	9	323	259	8	303	239
风力发电站	1	50	50	1	50	50
总计	30	1,783	1,148	30	1,793	1,151

来源：软库中华、公司资料

股权结构

保利协鑫为保利集团旗下的控股公司，其第一大股东为朱共山（保利协鑫创办人、现任董事和主席），持有公司股份 32.4%，另外摩根大通持有 9.4%；PAG Holdings 持有 5.3%；邓普顿持有 5.0%。公众持股量占 47.9%（见图 5）。

图5. 保利协鑫股东架构



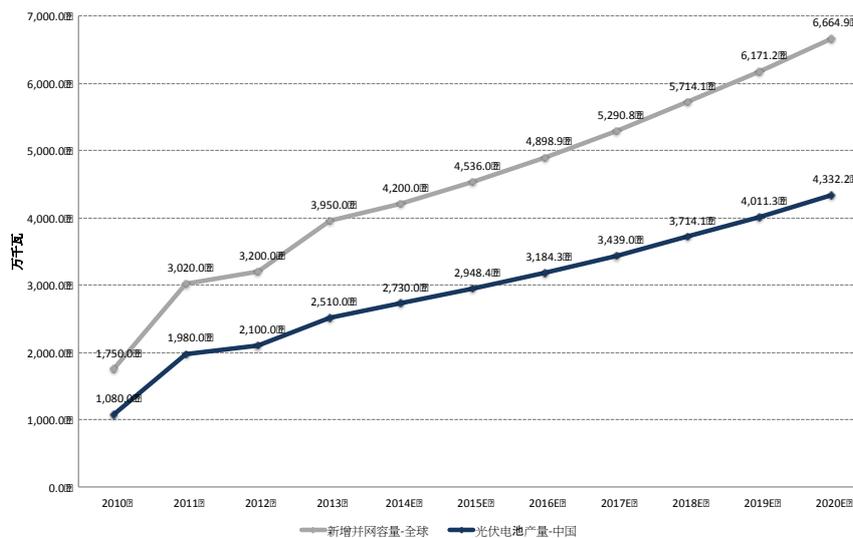
来源：彭博、港交所

投资亮点

全球光伏行业持续推进，多晶硅需求得到保证

随着新兴市场的兴起，以及中、美、日市场的稳步增长，我们预计 2014 年全球光伏新增装机容量达到 42 吉瓦(2013: 39.5 吉瓦)。假设 2020 年全球光伏装机容量达到 500 吉瓦 (国际能源局预测)，未来 5 年全球光伏的新增容量将以大概每年 8% 的速度增加 (见图 6)，总装机容量将以平均每年 18% 的增速增加。目前中国生产的光伏电池能满足全球 60% 的每年新增产能 (其中约 40% 中国，60% 为国外)，全球光伏行业的持续推进将直接拉动中国对上游硅料产品的需求。作为国内最大的多晶硅和硅料生厂商，保利协鑫将由此收益。

图6. 全球新增光伏并网容量和中国光伏电池产量 (万千瓦)

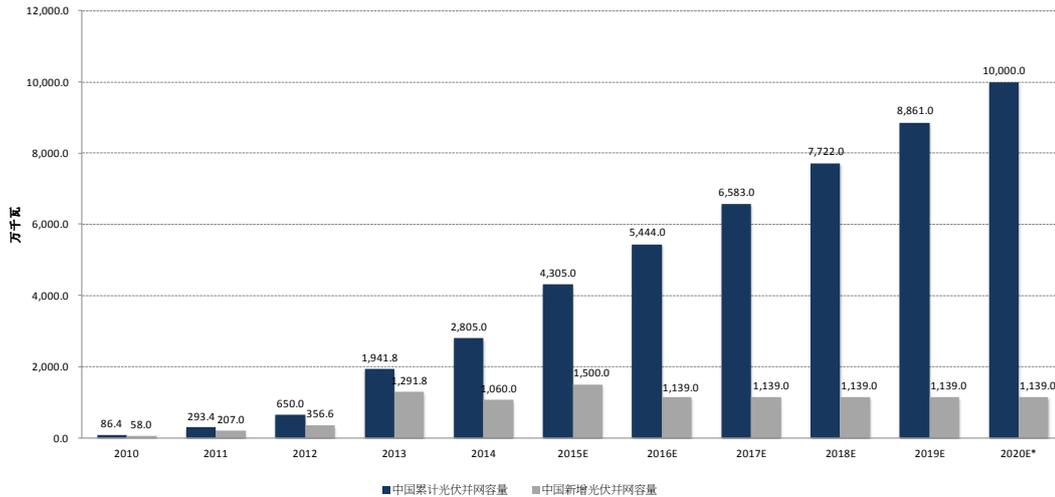


来源：国家能源局、软库中华

中国方面，根据国家能源局发布的数据，2014 年我国新增光伏并网量为 1060 万千瓦 (地面电站 855 万千瓦，分布式 205 万千瓦)，低于国家在 2014 年年初定下 1400 万千瓦 (600 万千瓦地面电站和 800 万千瓦分布式电站) 的目标。新增光伏并网容量低于国家目标主要有几个原因：1) 能源局在去年明确表示，禁止倒卖路条，拥有路条的企业不能把路条转让，同时银行收紧信贷，导致项目开工时间延迟；2) 虽然支持分布式项目的政策正逐步完善，但相关政策在去年第三季度才出台，导致前三季度的上网量只有 134 万千瓦，第四季度的上网量虽然加快，但仍然难以改变落后的局面，全年分布式电站的上网量因此低于预期。

然而，我们认为 2015 年的情况将会出现好转，特别是分布式电站方面。国家能源局在去年 9 月 5 日发表了《关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》，针对过往分布式发电投资者遇到的问题作出政策上的指导，包括开出“全额上网”电站享受标杆电价、增发发电配额、提供优惠贷款等一系列政策。在收益前景逐步明确的情况下，我们预计中国的分布式光伏发电未来几年会有可观增长。同时，去年 9 月后开工的项目将集中在 2015 年完成，也会带动今年的新增装机容量。假设 2015 年中国的新增光伏装机容量为 1500 万千瓦 (早前国家能源局下发《2015 年度全国光伏年度计划新增并网规模表》征求意见稿，计划 2015 年全国新增并网规模 1500 万千瓦，其中集中式电站 800 万千瓦，分布式 700 万千瓦)，则 2015 年底中国的光伏总装机容量能达到 4305 万千瓦，超过中国“十二五”3500 万千瓦的目标。“十三五”方面，中国目前计划在 2020 年底光伏装机容量能达到 10000 万千瓦，意味着“十三五”期间新增的光伏装机容量为 5695 万千瓦 (见图 7)，或每年新增 1139 万千瓦。我们预计未来几年市场对下游电站 (特别是分布式电站) 的投资将会大幅增加，从而带动上游硅料和硅片的需求。

图7. 中国光伏累计并网量和新增并网量 (万千瓦)



来源：中国光伏产业联盟、软库中华

假设每瓦电池需要 5.3 克多晶硅，连同电子级多晶硅，我们预计中国的多晶硅总消费(生产量减去净出口)将从 2014 年的 17.7 万吨增加至 2020 年的 27.3 万吨，年复合增长率为 7.5%。我们同时假设中国的多晶硅产量占国家消费的 55.0% (未来在政府取消加工贸易的情况下，有可能提升至更高水平)，预计中国的多晶硅产量将从 2014 年的 9.8 万吨增加至 2020 年的 15.0 万吨，年复合增长率也同为 7.4%。

中国市场对多晶硅的需求不断增加，加上产能扩大，我们预计保利协鑫的多晶硅产量将从 2014 年的 6.5 万吨增加至 2020 年的 11.6 万吨，年复合增长率为 10.3%。同时，随着多晶硅产能的扩大，我们预计公司多晶硅的产量占全国产量的比例将从 2014 年的 66% 提升至 2020 年的 77.5%。

图8. 中国光伏累计并网量和新增并网量 (万千瓦)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
中国太阳能级多晶硅需求 (万吨)	5.7	10.5	11.1	13.3	14.5	15.6	16.9	18.2	19.7	21.3	23.0
中国电子级多晶硅需求 (万吨)	3.3	4.2	4.1	2.7	3.2	3.4	3.6	3.7	3.9	4.1	4.3
中国多晶硅总消费 (万吨)	9.0	14.7	15.2	16.0	17.7	19.0	20.4	22.0	23.6	25.4	27.3
中国多晶硅产量 (万吨)	4.5	8.4	7.1	8.5	9.8	10.5	11.2	12.1	13.0	14.0	15.0
保利协鑫多晶硅生产 (万吨)	1.8	2.9	3.7	5.0	6.5	8.1	8.7	9.4	10.1	10.8	11.6
保利协鑫多晶硅生产/中国产量 (%)	39.7%	35.0%	52.2%	59.6%	66.0%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%

来源：中国光伏产业联盟、软库中华

多晶硅产能释放，生产成本持续下降

公司目前拥有 6.5 万吨改良西门子法多晶硅产能，并正在通过对改良西门子法生产线进行技术改造实现 1 万吨产量增长；同时也在积极推进 2.5 万吨硅烷流化床 (FBR) 产能建设，其中约 6000 吨正在安装调试，预计 2015 年一季度正式运营；而另外 1.9 万吨 FBR 产能也将在 2015 年内陆续建成并投入生产。届时，公司多晶硅总产能将达到 10 万吨，全球市占率将从目前的 1/4 上升至 1/3 左右。如上述所说，随着市场对多晶硅需求逐步增加，产能扩大，我们预计公司的多晶硅产量在未来几年会出现明显增长。

生产成本方面，我们预计公司的多晶硅生产成本将维持下降趋势。首先，公司的自备电厂将在 2015 年第二季度初开始运营，届时能为 5.2 万吨的改良西门子法多晶硅的生产提供电力。自备电产能把生产多晶硅的电力成本减半，我们预计利用自备电厂的多晶硅生产成本为 12.5 美元/公斤，比之前的 15.2 美元/公斤低 18.0% (见图 9)。

图9. 改良西门子法多晶硅生产成本（利用自备电厂前后对比）

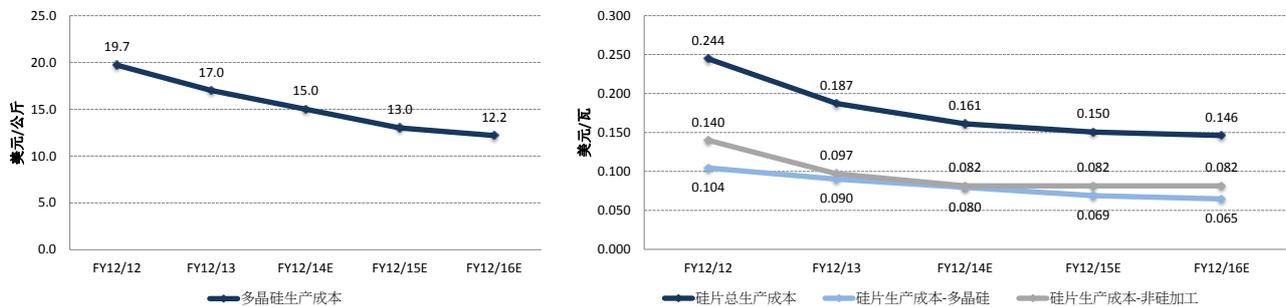
	利用自备电厂前		利用自备电厂后	
	%	美元/公斤	%	美元/公斤
氯化氢	27.0%	4.10	33%	4.10
电力	36.0%	5.47	22%	2.74
蒸汽	10.0%	1.52	12%	1.52
劳动力	4.0%	0.61	5%	0.61
折旧	13.0%	1.98	16%	1.98
其他	10.0%	1.52	12%	1.52
	100%	15.20	100%	12.46

来源：公司资料、软库中华

此外，FBR 产能的扩大也能把公司生产多晶硅的平均成本降低。与西门子法相比，FBR 技术具有投资小、建设期短、生产效率高、耗电量小(FRB 制造多晶硅用电量为 25 度/公斤,比西门子法低 40 度/公斤)等优点。据公司介绍，FBR 技术目前的现金成本可以控制在 5.8 美元/公斤，全成本约 9 美元/公斤（包括折旧、研发、财务费用等）。

我们预计，总体上公司 2015 年多晶硅加权平均成本将由目前的 15 美元/公斤降至 13 美元/公斤左右，2016 年在 FBR 产能完全运营的背景下将进一步下降至 12.2 美元/公斤。由于公司生产的多晶硅大部分用作自用（生产硅片），多晶硅生产成本下降也意味着硅片的生产成本下降。我们预计公司的多晶硅片加权平均成本将由目前的 0.16 美元/瓦下降至 2015 年的 0.15 美元/瓦和 2016 年的 0.146 美元/瓦（见图 10），这将为公司的盈利能力带来大幅度的提升。

图10. 多晶硅生产成本（左）和硅片生产成本（右）



来源：公司资料、软库中华

空头情绪集中释放，股价迎来错杀良机

2014 年 9 月份以来，保利协鑫股价持续回落，自阶段性高点 3.08 港元/股，最大跌幅超过 46%，主要原因包括如下几个方面：第一，公司原计划出售旗下多晶硅片业务，或引致 15 年业绩低于预期，打击了投资者信心；第二，美、韩多晶硅厂商突击进口，以及年前的光伏装机淡季，使得多晶硅市场需求有所回落，进而导致多晶硅价格从 14 年 10 月最高累计下跌了 9.2%；第三，国际原油价格持续下跌，而原油与新能源之间存在部分替代效应，造成港股新能源板块整体回落；第四，2014 年 12 月中旬，美国宣布对中国光伏产品“二次双反”终裁结果。

对此，我们评估认为，上述四条致使保利协鑫股价下跌的原因并不会对公司基本面造成太大的影响。首先，公司目前已经撤销了关于出售硅片业务的决定，也明确表示短期内不会有再出售的打算，转而致力于将光伏上游业务做大做强；其次，目前中国商务部已认定，此前进口多晶硅的突击审批严重违反了“关于暂停太阳能级多晶硅贸易加工进口业务受理”的公告（“58 号文”），并正在处理相关事宜，预计 15 年一季度能够看到相关效果。而我们预期，随着年后光伏市场的逐渐回暖，多晶硅价格仍将维持在 20-22 美元/公斤附件波动，不会呈现大幅度下跌的趋势；再者，根据《SBI 每日快报 20150109》中的分析，我们认为国际原油继续下跌的空间有限；并且，实际上国内石油

发电的使用量很少，对光伏行业的基本面影响并不显著；最后，就美国光伏“双反”事件而言，一方面此次“双反”主要针对产业链中游的电池和组件环节，并没有包括上游多晶硅和硅片的制裁，加上在中国生产的光伏电池近年不到 20% 出口到美国（2013：16%），所以对保利协鑫的影响主要是间接和不重大的；另一方面，此事件有可能会使得中国商务部出台更为强硬的对抗措施，严格限制美国的多晶硅进口，从而为保利协鑫释放出更多的进口替代空间。

如表 3 所示，进一步对比保利协鑫 2014 年与 2015 年同期的各项数据，我们可以发现，公司业务规模、业务水平以及盈利能力均有所提高，但股票价格折让超过 35%，即为负面消息引起的短期市场错杀，是比较好的投资时点。

图 11. 2014 与 2015 年同期保利协鑫各项数据对比

	价格				盈利性				业务					
	股价 (港元/股)	多晶硅价格 (美元/公斤)	硅片价格 (美元/片)	布伦特原油 (美元/桶)	净利润 (亿港元)	经营性现金流 (亿港元)	每股盈利 (港元/股)	ROE (%)	多晶硅产能 (万吨)	多晶硅产量 (万吨)	硅片产能 (万吨)	硅片产量 (万吨)	多晶硅成本 (美元/公斤)	非硅加工成本 (美元/瓦)
9/1/2014	2.82	19.8	0.95	106	-6.64	85	-0.04	-3.7	6.5	5.04	10	8.63	17	0.097
9/1/2015	1.81	21.38	0.9	51.3	21.7	116	0.14	11.2	6.8	满产	13	满产	15	0.082

来源：软库中华、公司资料

财务数据

股东应占利润

我们预计保利协鑫在 2014 财年将转亏为盈，并录得股东应占利润 19.4 亿港元。同时，我们预计公司在 2015/2016 财年将录得股东应占利润 27.6 亿港元/36.9 亿港元，同比增长 42.2%/33.7%，2014-2016 财年股东应占利润的年复合增长率达到 37.9%。我们认为公司盈利增长的动力来自几方面：1) 全球光伏装机容量持续上升（我们预计新增容量每年以 8% 增长，2020 年底全球的光伏装机容量将达到 510 吉瓦），带动上游硅料和硅片的需求（中国制造的光伏电池能满足全球约 65% 的新增产能），同时公司的多晶硅产能逐步扩大，迎合订单需求的增长；2) 公司 25000 吨硅烷法的产能将在 2015 年底建好，自备电厂也在 2015 年第二季度初投入运营，预计公司的多晶硅生产成本将有所下降；3) 协鑫新能源为公司带来的盈利贡献。

图12. 关键假设和核心盈利数据预测

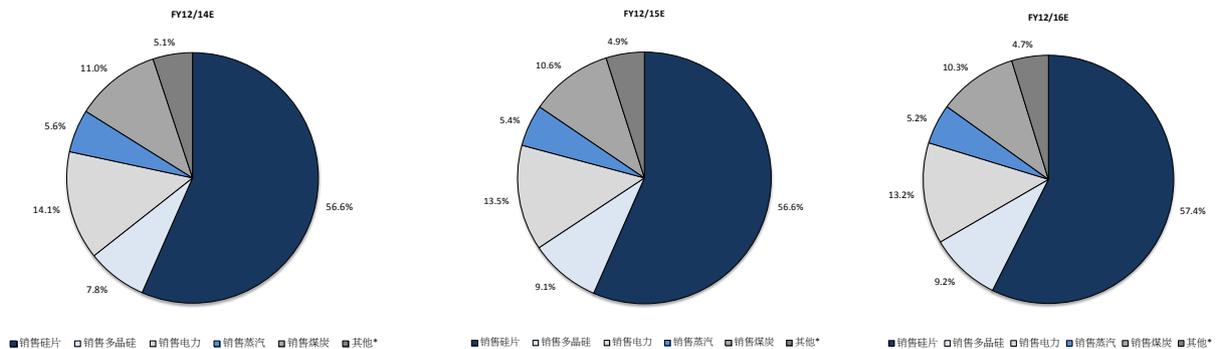
	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
多晶硅产能（万公吨）	6.5	6.5	6.5	10.0	10.0
硅片产能（吉瓦）	8.0	10.0	13.0	13.0	13.0
多晶硅产量（万公吨）	3.7	5.0	6.5	8.1	8.7
硅片产量（吉瓦）	5.6	8.6	11.0	11.8	12.6
多晶硅销售（万公吨）	1.3	1.6	1.5	1.9	2.0
硅片销量（吉瓦）	5.6	9.3	10.9	11.7	12.5
多晶硅平均价格（美元/公斤）	21.2	17.1	22.0	22.0	22.0
多晶硅生产成本（美元/公斤）	19.7	17.0	15.0	13.0	12.2
多晶硅片平均价格（美元/瓦）	0.25	0.21	0.22	0.22	0.22
每瓦多晶硅片所需要的多晶硅（克）	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
硅片生产成本-多晶硅（美元/瓦）	0.10	0.09	0.08	0.07	0.06
硅片生产成本-非硅加工（美元/瓦）	0.14	0.10	0.08	0.08	0.08
硅片总生产成本（美元/瓦）	0.244	0.187	0.161	0.150	0.146

来源：公司资料、软库中华

运营收入

保利协鑫的收入主要主要有 5 个部分构成：硅片销售、多晶硅销售、电力销售、蒸汽销售和煤炭销售。其中硅片销售是公司的主要收入来源，预计占 2014/2015/2016 财年总收入的 56.6%/56.6%/57.4%。公司的多晶硅虽然接近满产，但由于大部分的生产用作自用（生产硅片的原材料），因此对外销售不多。从图 13 可见，公司的多晶硅销量一般占当年产量的 20%-30%。我们预计多晶硅销售占公司 2014/2015/2016 财年总收入的 7.8%/9.1%/9.2%。

图13. 收入细分（%）



来源：公司资料、软库中华

*其他包括销售硅锭、组件及加工费用

我们预计保利协鑫在 2014 财年将实现运营收入 330.4 亿港元，同比增长 29.4%。增长来源主要包括：1) 硅片销量和产能同时增加，以及 2) 多晶硅平均价格回升（2013：17.1 美元/公斤；2014：22.0 美元/公斤）。假设硅片和多晶硅价格保持稳定，销售量稳步上涨（见图 12），我们预计公司 2015/2016 财年将实现运营收入 353.6 亿港元/374.5 亿港元，同比增长 7.0%/5.9%，2014-2016 财年运营收入的年复合增长率为 6.5%。

图 14. 收入细分 (百万港元)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
	百万港元	百万港元	百万港元	百万港元	百万港元
销售硅片	10,918.7	14,699.7	18,687.2	19,995.4	21,488.0
销售多晶硅	2,025.1	2,199.6	2,561.3	3,211.2	3,450.9
销售电力	3,501.5	3,911.1	4,650.8	4,790.3	4,934.0
销售蒸汽	1,887.6	1,881.2	1,837.6	1,892.7	1,949.5
销售煤炭	489.7	995.3	3,632.3	3,741.2	3,853.5
其他	3,525.5	1,843.1	1,675.1	1,725.4	1,777.1
总收入	22,348.0	25,530.0	33,044.3	35,356.2	37,453.0

来源：公司资料、软库中华

销售成本及毛利率

我们预计保利协鑫的销售成本将从 2013 财年的 224.9 亿港元增加至 2014 财年的 255.8 亿港元，并逐步增加至 2015/2016 财年的 260.3 亿港元/269.7 亿港元。销售成本上升主要是销售增加所带动（图 15 为销售成本的细分）。我们预计公司的整体毛利率将从 2013 财年的 11.9% 提升至 2014 财年的 22.6%，并稳步增长至 2015/2016 财年的 26.4%/28.0%。毛利率得到提升主要由于：1) 2014 年多晶硅平均价格从 2013 年的 17 美元/公斤回升至 22 美元/公斤（我们假设未来几年多晶硅价格维持在 22 美元/公斤）；2) 公司自备电厂的运营以及硅烷流化床技术的利用将降低多晶硅和硅片的生产成本。

图 15. 销售成本细分 (百万港元)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
	百万港元	百万港元	百万港元	百万港元	百万港元
销售硅片	10,562.4	12,890.0	13,675.7	13,669.6	14,275.8
销售多晶硅	1,935.0	2,165.2	1,746.3	1,897.5	1,913.7
销售电力	3,016.4	3,369.4	4,006.5	4,126.7	4,250.5
销售蒸汽	1,626.1	1,620.6	1,583.0	1,630.5	1,679.4
销售煤炭	421.8	857.4	3,129.1	3,223.0	3,319.7
其他	3,037.2	1,587.8	1,443.1	1,486.4	1,531.0
总销售成本	20,598.9	22,490.4	25,583.8	26,033.8	26,970.2

来源：公司资料、软库中华

图 16. 毛利率细分 (%)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
	%	%	%	%	%
销售硅片	3.3%	12.3%	26.8%	31.6%	33.6%
销售多晶硅	4.4%	1.6%	31.8%	40.9%	44.5%
销售电力	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
销售蒸汽	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
销售煤炭	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
其他	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
整体毛利率	7.8%	11.9%	22.6%	26.4%	28.0%

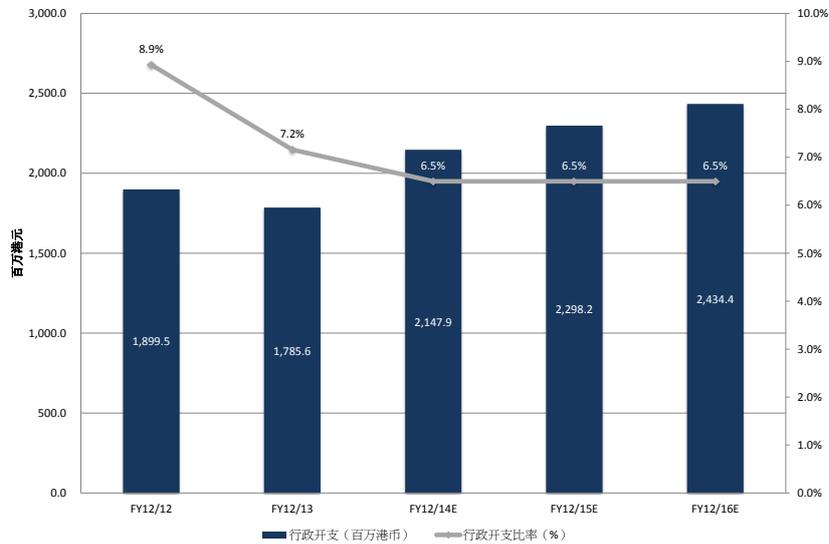
来源：公司资料、软库中华

行政开支

过去几年保利协鑫的行政开支对收入比例有下降趋势（从 2012 财年的 8.9% 降至 2014 上半年的 6.7%）。假设 2014

到 2016 财年公司的行政开支比率维持在 6.5%，其 2014/2015/2016 财年的行政开支预计为 21.5 亿港元/23.0 亿港元/24.3 亿港元（见图 17）。

图17. 行政开支（百万港元）及对收入比例（%）

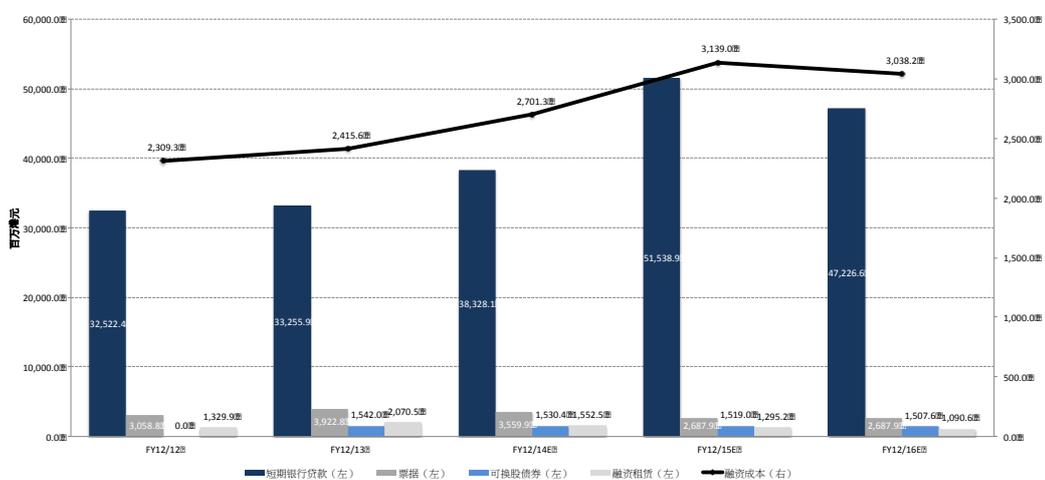


来源：公司资料、软库中华

融资成本

公司的负债包括银行贷款（一般用作资本开支，年利率为 6.5%）、票据（年利率为 6.5%）、可换股债券（2018 年 11 月 29 日到期，年利率为 0.75%）和融资租赁（光伏电站和飞机的售后租回业务所产生，年利率为 6.0%），银行贷款为公司的主要负债来源。同时，由于公司 70%的资本开支来自银行贷款（30%来自自有资金），而公司在 2015 财年将建设 19000 吨流化床的多晶硅产能（2014 财年完成 6000 吨），我们预计公司在 2015 财年的资本开支将高于 2014 财年（2014：74.5 亿港元；2015：188.7 亿港元），从而带动负债上升。根据我们的预测，公司在 2014/2015/2016 财年的融资成本为 27.0 亿港元/31.4 亿港元/30.4 亿港元（见图 18）。

图18. 公司的负债结构和融资成本



来源：公司资料、软库中华

协鑫新能源盈利贡献

保利协鑫在 2014 年 5 月 9 日已完成对森泰 (451 HK) 的收购, 并把其改名为协鑫新能源。目前保利协鑫拥有协鑫新能源 62.3% 的股权, 作为其光伏下游业务的上市平台。协鑫新能源在 2014 财年的并网装机容量为 616.5 兆瓦, 公司计划在 2015 年新增 2 吉瓦的并网容量。假设并网在年底发生, 公司在 2014/2015/2016 财年的加权并网量为 0 吉瓦/615.5 吉瓦/2615.5 吉瓦。我们同时假设公司发电项目的上网电价为 0.9 人民币/千瓦, 利用小时为 1400 小时, 净利润率为 15%, 预计协鑫新能源在 2015/2016 财年能为保利协鑫贡献 0.7 亿港元/3.1 亿港元 (见图 19)。

图19. 协鑫新能源对保利协鑫的盈利贡献

	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
截止年底的并网装机容量 (兆瓦)	615.5	2,615.5	3,615.5
加权平均并网装机容量 (兆瓦)	0.0	615.5	2,615.5
发电利用小时数	0.0	1,400.0	1,400.0
光伏发电 (百万港元)	0.0	775.5	3,295.5
净利润 (百万港元)	0.0	116.3	494.3
权益	62.3%	62.3%	62.3%
应占联控实体业绩 (百万港元)	0.0	72.5	307.9

来源: 公司资料、软库中华

图20. 每股信息

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
每股收益 (港元)					
- 基本	(0.23)	(0.04)	0.13	0.18	0.24
- 摊薄	(0.23)	(0.04)	0.12	0.17	0.23
每股净资产 (港元)	1.15	1.16	1.30	1.50	1.76

来源：软库中华、公司资料

图21. 利润表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
收入	22,348.0	25,530.0	33,044.3	35,356.2	37,453.0
销售成本	(20,598.9)	(22,490.4)	(25,583.8)	(26,033.8)	(26,970.2)
毛利	1,749.1	3,039.6	7,460.5	9,322.5	10,482.8
行政开支	(1,899.5)	(1,785.6)	(2,147.9)	(2,298.2)	(2,434.4)
融资成本	(2,309.3)	(2,415.6)	(2,701.3)	(3,139.0)	(3,038.2)
其他收入及支出	(801.7)	905.9	240.4	168.9	410.1
税前收入	(3,261.4)	(255.7)	2,851.7	4,054.3	5,420.3
所得税	(123.9)	(190.1)	(712.9)	(1,013.6)	(1,355.1)
净利润	(3,385.3)	(445.8)	2,138.8	3,040.7	4,065.2
股东应占利润	(3,515.5)	(664.3)	1,939.1	2,756.8	3,685.7

来源：软库中华、公司资料

图22. 现金流量表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
经营活动					
税前收入	(3,261.4)	(255.7)	2,851.7	4,054.3	5,420.3
非现金项目调整	6,622.0	5,382.7	5,322.6	5,695.6	6,563.3
在运营资本调整前的经营性现金流	3,360.6	5,127.0	8,174.3	9,749.9	11,983.6
营运资本变化	(843.7)	3,457.9	991.0	(2,321.6)	(1,448.0)
已付所得税	(190.6)	(77.7)	(594.8)	(1,013.6)	(1,355.1)
经营活动现金流净额	2,326.4	8,507.2	8,570.5	6,414.7	9,180.6
投资活动					
添置物業、廠房及設備	(3,828.1)	(3,454.3)	(7,449.7)	(18,872.6)	0.0
其他	(1,482.6)	(3,213.8)	(1,103.3)	100.0	100.0
投资活动现金流净额	(5,310.7)	(6,668.1)	(8,553.0)	(18,772.6)	100.0
融资活动					
已付利息	(2,222.4)	(2,415.0)	(2,701.3)	(3,139.0)	(3,038.2)
净增加/(减少) 银行贷款	3,111.0	(279.7)	5,072.2	13,210.8	(4,312.3)
其他	(271.8)	2,365.9	(881.0)	(1,129.2)	(204.6)
融资活动现金流净额	616.8	(328.8)	1,489.9	8,942.7	(7,555.1)
现金及现金等价物净增加	(2,367.6)	1,510.3	1,507.4	(3,415.2)	1,725.4
期初现金及现金等价物净额	6,882.7	4,495.6	6,168.8	7,676.2	4,261.0
汇兑	(19.5)	162.9	0.0	0.0	0.0
期末现金及现金等价物净额	4,495.6	6,168.8	7,676.2	4,261.0	5,986.4

来源：软库中华、公司资料

图23. 资产负债表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
非流动资产					
物业、厂房及设备	42,232.5	43,995.1	49,238.9	65,564.1	62,083.7
预付租赁款项	1,727.3	1,811.1	1,811.1	1,811.1	1,811.1
商誉及其他无形资产	898.6	853.0	767.7	747.0	690.9
其他	791.1	1,926.0	1,332.3	1,232.3	1,132.3
非流动资产总计	45,649.5	48,585.2	53,150.1	69,354.6	65,718.0
流动资产					
存货	2,247.8	1,656.9	2,548.7	1,730.8	2,702.6
应收账款和其他应收款	8,681.4	11,057.4	9,370.4	10,872.1	13,782.9
已抵押及受限制银行存款	5,014.9	8,080.2	9,368.5	9,368.5	9,368.5
现金及现金等价物	4,495.6	6,168.8	7,676.2	4,261.0	5,986.4
其他	1,729.2	1,094.0	1,059.1	1,039.1	1,019.1
流动资产总计	22,168.9	28,057.4	30,022.9	27,271.6	32,859.6
流动负债					
应付贸易款项及其他应付款项	(9,127.7)	(13,737.3)	(14,299.7)	(12,742.1)	(15,256.6)
客户垫款	(810.6)	(955.4)	(966.1)	(966.1)	(966.1)
银行贷款 — 须于一年内偿还	(19,705.1)	(24,915.5)	(18,447.2)	(20,312.3)	(16,338.0)
其他	(796.0)	(2,436.7)	(2,981.6)	(1,528.4)	(1,363.7)
流动负债总计	(30,439.4)	(42,044.9)	(36,694.6)	(35,548.9)	(33,924.4)
非流动负债					
客户垫款	(1,736.4)	(1,093.4)	(898.5)	(898.5)	(898.5)
银行贷款 — 须于一年后偿还	(12,817.2)	(8,340.4)	(19,880.9)	(31,226.6)	(30,888.7)
其他	(5,054.9)	(7,158.8)	(5,555.1)	(5,767.7)	(5,616.3)
非流动负债总计	(19,608.6)	(16,592.6)	(26,334.5)	(37,892.8)	(37,403.4)
净资产	17,770.5	18,005.1	20,143.9	23,184.6	27,249.8
资本及储备					
本公司拥有人应占股本权益	16,210.0	16,146.1	18,085.2	20,842.0	24,527.8
非控股权益	1,560.4	1,859.0	2,058.7	2,342.5	2,722.0
权益总额	17,770.5	18,005.1	20,143.9	23,184.6	27,249.8

来源：软库中华、公司资料

估值

我们采用现金流量法和 PE 相对估值法计算保利协鑫的内含价值，根据两者平均得出公司 12 个月目标价为 2.96 港元。以现价 1.95 港元计算，潜在回报率为 51.8%。我们的目标价相对 2015 财年和 2016 年财年的动态市盈率为 16.6 倍和 12.4 倍。

现金流量法

根据图 24 的假设，我们利用现金流量法算出保利协鑫的内涵价值为 2.97 港元。

图24. 现金流量表关键参数假设

目标权益/总资产比例 (%)	30%
目标负债/总资产比例 (%)	70%
无风险利率 (%)	2.0%
风险溢价 (%)	12.4%
贝塔系数	1.2
权益成本 (%)	16.9%
债务成本 (%)	6.5%
税盾 (%)	75%
加权平均资本成本 (%)	8.5%
永续增长率 (%)	5.0%

来源：彭博、软库中华

图25. 现金流量表关键参数假设

	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E	FY12/20E	FY12/21E	FY12/22E	FY12/23E	FY12/24E
加权平均资本成本@8.1%											
公司自有现金流(百万港元)	17.5	(12,357.9)	9,280.6	15,132.1	(8,706.3)	10,520.4	(7,983.4)	16,348.7	12,751.1	11,264.9	12,905.2
贴现因子	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
公司自由现金流折现(百万港元)	17.5	(11,392.2)	7,886.9	11,854.8	(6,287.7)	7,004.1	(4,899.7)	9,249.8	6,650.6	5,416.3	5,720.2
预计公司自由现金流的现值(百万港元)	31220.6										
最终公司自由现金流的现值(百万港元)	50,557.2										
公司价值(百万港元)	81,777.7										
减去: 债务(百万港元)	43,440.4										
加上: 现金及现金等价物(百万港元)	7,676.2										
市值(百万港元)	46,013.5										
股份数量(百万)	15,489.2										
股票价值(港元)	2.97										

来源：公司资料、软库中华

PE 相对估值法

我们选择了多家在中国、香港、美国上市的太阳能公司进行可比分析。总体来说，这些公司 2015 年的平均动态市盈率为 21.3 倍，平均市帐率为 2.4 倍。由于保利协鑫主要从事上游硅料和硅片的生产业务，因此我们认为利用上游公司作为对比对象比较合适。保利协鑫、大全新能源和特变电工是中国有名的多晶硅生产商，另外韩国的 OCI 和德国的瓦克都是世界知名的多晶硅生产商。这几家公司 2015 年的平均动态市盈率为 26.8 倍，平均市帐率为 2.1 倍。撇除 OCI 的离群值，2015 年的平均动态市盈率为 16.6 倍，平均市帐率为 2.4 倍。

按照可比公司 2015 年 16.6 倍的动态市盈率计算，相对估值法得出的结果是 2.95 港元。

图26. 可比公司

公司	股票代码	市值 (百万港元)	过去三个月平 均成交量 (百万港元)	2013 P/E (x)	2014E P/E (x)	2015E P/E (x)	P/book (x)
光伏发电行业							
多晶硅							
保利协鑫	3800 HK	30,204.1	161.1	26.2	14.1	10.4	1.79
大全新能源	DQ US	1,818.7	18.9	4.8	8.3	4.5	1.13
SunEdison	SUNE US	46,527.3	1,640.6	n.a.	n.a.	n.a.	4.04
OCI	010060 KS	18,630.9	157.0	n.a.	n.a.	57.3	0.95
瓦克化学	WCH GR	45,862.3	100.3	27.1	22.0	29.4	2.41
特变电工	600089 CH	49,593.1	1,765.3	22.2	20.6	15.8	2.05
	平均*	32,486.5	736.4	18.1	17.0	26.8	2.1
	平均**	35,950.4	881.3	18.1	17.0	16.6	2.4
硅锭和硅片							
卡姆丹克	712 HK	1,364.0	2.7	n.a.	22.7	12.8	0.7
阳光能源	757 HK	931.4	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.7
中环股份	002129 CH	33,782.1	280.2	179.8	145.6	74.9	4.2
隆基股份	601012 CH	18,941.3	670.5	50.9	52.8	29.9	5.1
	平均	13,754.7	238.7	115.4	73.7	39.2	2.7
光伏电池和模组							
第一太阳能	FSLR US	46,471.1	1,207.0	15.2	22.9	18.6	1.2
晶澳太阳能	JASO US	3,164.3	93.7	11.6	8.8	6.6	0.4
英利绿色能源	YGE US	2,946.2	26.1	n.a.	n.a.	n.a.	7.7
天合光能	TSL US	7,478.9	196.2	11.8	12.1	9.2	1.0
加拿大太阳能	CSIQ US	12,611.9	545.6	9.2	7.2	6.7	2.5
海润光伏	600401 CH	15,214.9	661.4	n.a.	22.3	14.1	2.1
	平均	14,647.9	455.0	12.0	14.7	11.0	2.5
建设和电站运营							
兴业太阳能	750 HK	7,170.9	35.8	10.6	8.9	6.9	2.1
君阳太阳能	397 HK	631.4	6.3	4.1	n.a.	n.a.	0.3
协鑫新能源	451 HK	11,791.0	20.2	n.a.	n.a.	n.a.	4.9
联合光伏	686 HK	4,599.0	25.7	n.a.	74.6	18.7	2.3
顺风清洁能源	1165 HK	15,199.8	25.9	n.a.	28.3	13.7	1.9
	平均	7,878.4	22.8	7.4	37.3	13.1	2.3
	所有平均*	17,236.5	374.0	31.6	32.7	21.3	2.4

来源：软库中华、彭博
*平均数据比包括保利协鑫
**撇除估值较高的 OCI

软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com and multex.com

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

- 强烈建议购入** : 未来3个月绝对增长超过50%
- 建议购入** : 未来6个月绝对增长超过10%
- 建议持有** : 未来6个月绝对回报在-10%至+10%
- 建议售出** : 未来6个月绝对下降超过10%

投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反映了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中资讯已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1) 在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告资讯或者依据此资讯行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多资讯，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。