

公司纪要

保利协鑫 3800 HK

基本面向好，估值处于较低水平

- 预计中国2015年全年装机量在17GW左右，同比增长30%以上，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
- 公司在过去5年的年的1月份平均收益率高达24%，我们认为今年一月中国将出台一些光伏政策有关，从而对股价形成了催化剂的效果。

研究团队

(852) 2533 3700

research@sbichinacapital.com

公司资料 (3800 HK)

建议	未有评级
现价 (港元)	1.83
目标价 (港元)	-
过去12个月波动区间 (港元)	1.66-3.17
市值 (百万港元)	28,345.2
每日成交额 (百万港元)	280.1
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：我们预计2015年全球光伏需求超过50GW，较上年增长16-17%。而中国市场在2014年的基础上，将进一步发展中东地区分布式光伏，预计2015年全年装机量在17GW左右，同比增长30%以上，从而保障了对上游硅料产品的需求。作为全球最大的多晶硅和硅料生厂商，保利协鑫将由此收益。

多晶硅产能释放，生产成本持续下降：公司2015年多晶硅产能将扩增至10万吨，预计产量会在7.5-8万吨左右，同比增长15-23%；并且，在FBR生产线分步建成及自备电厂投入运营的情况下，多晶硅综合成本将进一步下降至13美元/公斤左右，大幅提升了公司的盈利能力。

一月效应值得期待：统计发现，保利协鑫每年1月份的股价表现都特别好，2011-2014年1月份的平均收益率高达24%。据此，我们认为可能与每年年初会密集出台一些光伏政策有关，从而对股价形成了催化剂的效果。

估值吸引：市场估算公司2014、2015财年的每股收益分别为0.14港元/股和0.20港元/股，以当前的股价，对应市盈率分别为13倍和9倍，低于过去5年的中位数（静态市盈率：13.6倍；动态市盈率：16.7倍）。而我们认为，在国内光伏行业复苏的大背景下，公司未来三年业绩将维持中高速增长。目前公司估值处于较低水平，值得投资者长期关注。

图1. 基本财务信息

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
总收入 (百万港元)	25,505.6	22,348.0	25,530.0	17,222.0
收入增长率 (YoY)	38.1%	-12.4%	14.2%	52.4%
税前收入 (百万港元)	5,839.1	(3,261.4)	(255.7)	1,301.5
税前收入增长率 (YoY)	5.3%	n.a.	-92.2%	n.a.
净利润 (百万港元)	4,570.0	(3,385.3)	(445.8)	1,013.4
净利润增长率 (YoY)	4.1%	n.a.	-86.8%	n.a.
基本每股收益 (港元仙)	27.6	(22.7)	(4.3)	5.8
每股股利 (港元仙)	5.5	0.0	0.0	0.0
P/E (x)	6.6	n.a.	n.a.	n.a.
P/B (x)	1.4	1.7	1.8	1.7

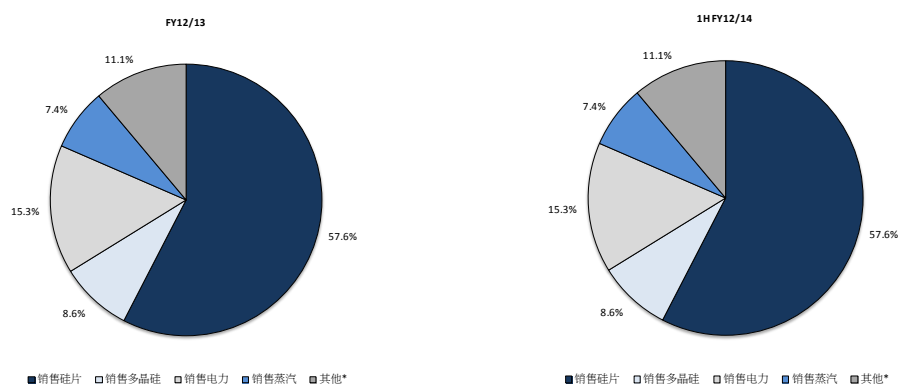
来源：软库中华、公司资料

Please refer to important disclosures at the end of this report

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67%、22%和11%（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3000吨FBR产能已建成；约6000-9000吨正在安装调试，预计2015年一季度正式运营；而另外1.5万吨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。

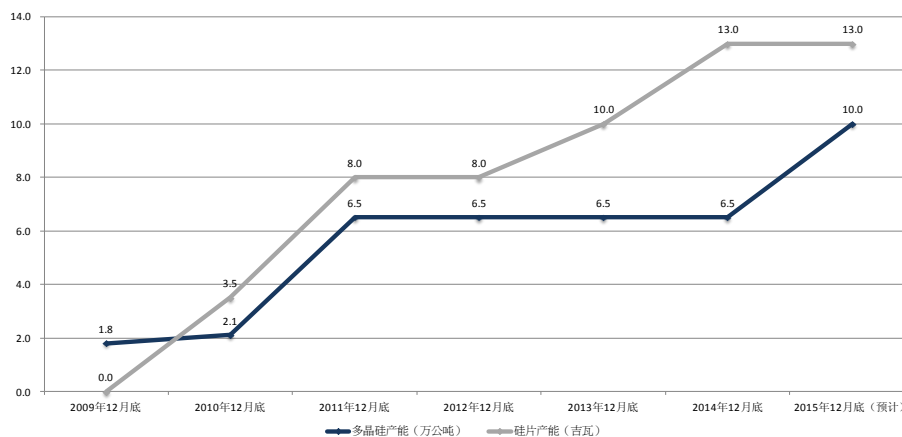
多晶硅片方面，公司拥有硅片产能13GW，短期内暂时没有扩展计划。产品主要包括鑫多晶S1、S2、S3、P型，鑫单晶G1、G2，以及N型。近年来，公司着力发展高效多晶硅片产品S2和S3，并且提升了单晶产品在出货量中的占比。2014年高效多晶S2、S3、鑫单晶G2和N单晶占比分别为50%、38%、10%和2%。与原普通多晶硅片相比，高效多晶可获得10-20%的销售溢价。

生产成本上，与西门子法相比，FBR技术具有投资小、建设期短、生产效率高、耗电小（FBR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）；另一方面，随着公司350MW自备电厂在2015年一季度投入运营，改良西门子法产品线约2万吨产能的成本将下降至12-13美元/公斤。

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，而这将大幅提升保利协鑫的盈利能力。按照计划，公司15年将产销多晶硅约7.5-8万吨，假设硅烷流化床生产线顺利达产，则粗

略估计由于多晶硅生产成本的下降能够为公司节省约 11.63-12.4 亿港元，相当于 EPS 为 0.075-0.08 港元/股，约占 2014 年净利润 55-59%。

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。按照计划，截至 2014 年底，协鑫新能源将通过收购、合建总共持有 600MW 光伏装机容量，其中大部分为地面电站；而未来将继续以每年 1-1.5GW 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。

我们假设，协鑫新能源 2015 年可用于发电的有效装机容量为 1GW，年平均利用小时数为 1400 小时，上网电价 0.9 元人民币/度，净利润率 10%，则预计保利协鑫应占净利润约为 1 亿港元；若其他电厂收益以 10%的增速和 8.5%的净利润率估算（2013 年公司电力分部净利润率为 8.5%），则这部分业绩在 6.9 亿左右，电力业务合计约能贡献 7.9 亿净利润，折合每股收益 0.052 港元/股。

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			2013年12月31日		
	数量	容量 (兆瓦) 装机	权益装机	数量	容量 (兆瓦) 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

投资亮点

中国光伏行业持续推进，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2015年全球光伏需求超过50GW，较上年增长16-17%。而中国市场在2014年的基础上，将进一步发展中东地区分布式光伏，预计15年全年装机量在17GW左右，同比增长30%以上，从而保障了对上游硅料产品的需求。作为全球最大的多晶硅和硅料生产商，保利协鑫将由此收益。

多晶硅产能释放，生产成本持续下降：按上述介绍，公司2015年多晶硅产能将扩增至10万吨，预计产量会在7.5-8万吨左右，较上一年同比增长15-23%；并且，在FBR生产线分步建成及自备电厂投入运营的情况下，多晶硅综合成本将进一步下降至13美元/公斤左右，大幅提升了公司的盈利能力。

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，所以对保利协鑫的影响主要是间接的；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。事实上，在 2012 年中国发起对欧、美、韩多晶硅“双反”后，保利协鑫等中国多晶硅企业就由此获得了宝贵的发展时间，成为了“双反”的最大受益方。

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5. 2014与2015年同期保利协鑫各项数据对比

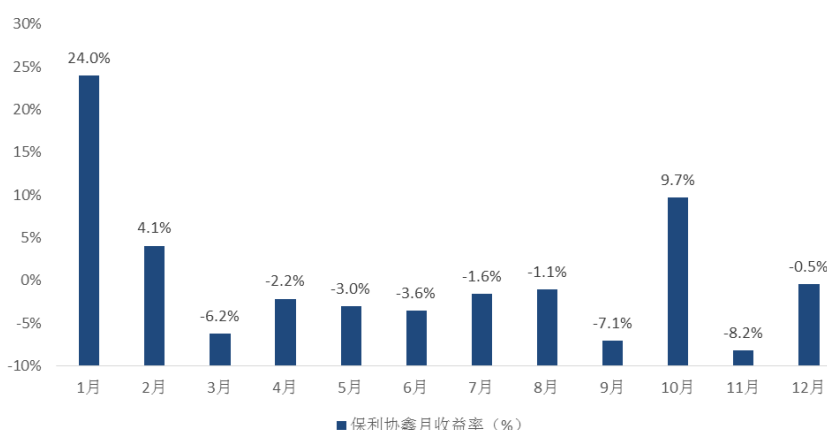
	价格				盈利性				业务					
	股价 (港元/股)	多晶硅价格 (美元/公斤)	硅片价格 (美元/片)	布伦特原油 (美元/桶)	净利润 (亿港元)	经营性现金流 (亿港元)	每股盈利 (港元/股)	ROE (%)	多晶硅产能 (万吨)	多晶硅产量 (万吨)	硅片产能 (万吨)	硅片产量 (万吨)	多晶硅成本 (美元/公斤)	非硅加工成 (美元/瓦)
2014/1/9	2.82	19.8	0.95	106	-6.64	85	-0.04	-3.7	6.5	5.04	10	8.63	17	0.097
2015/1/9	1.81	21.38	0.9	51.3	21.7	116	0.14	11.2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

来源：软库中华、公司资料

*表中，盈利性及业务项均为截止于上年末的数据

一月效应值得期待：统计发现，保利协鑫每年 1 月份的股价表现都特别好，2011-2014 年 1 月份的平均收益率高达 24%。据此，我们认为可能与每年年初会密集出台一些光伏政策有关，从而对股价形成了催化剂的效果。结合公司现阶段的发展情况，一季度的催化剂可能包括如下几个方面：第一，中国商务部对暂停光伏贸易加工进口相关政策进一步落实，严格限制美、韩多晶硅进口；第二，国内可再生能源配额制正式出台；第三，中国中东部地区分布式光伏额外补贴政策细则落地；第四，国家能源局启动太阳能发展“十三五”规划编制工作，制定 2016-2020 年发展目标，并展望至 2030 年，从而提振市场预期；第五，公司自备电厂将于 2015 年一季度正式运营，有效降低多晶硅生产成本；第六，2014 年业绩较上年扭亏为盈，盈利惊喜等。

图6. 保利协鑫过去5年月平均收益率



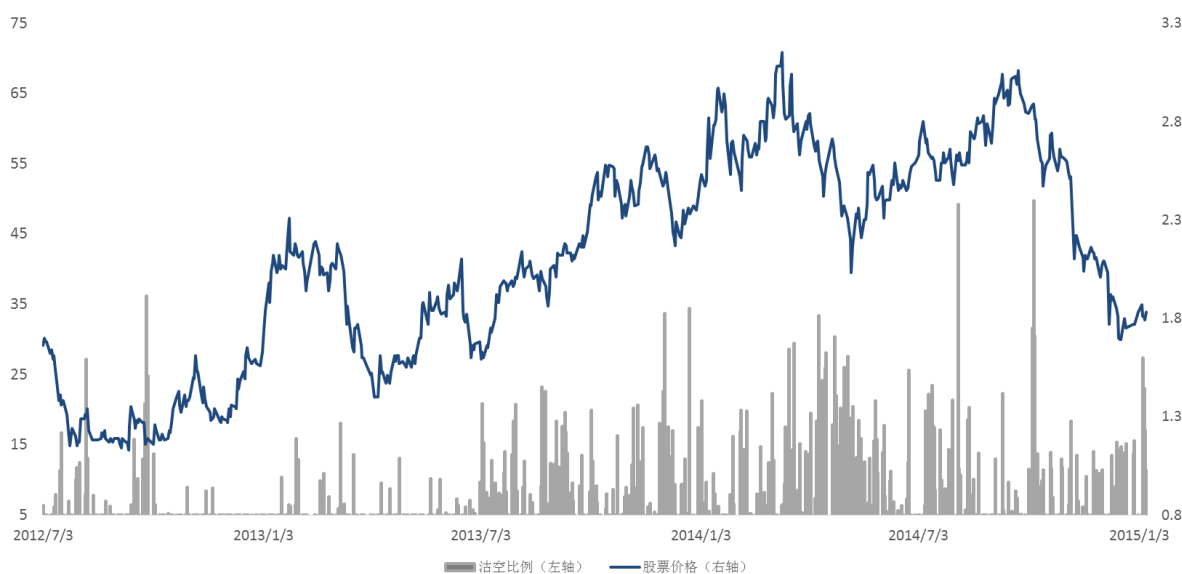
来源：软库中华、公司资料

股票沽空比例增加，成交量萎缩。个股沽空比例等于即日卖空量在成交量中的占比，常被用作投资者情绪指标，反映市场对该股票的悲观程度。如图 7 所示，保利协鑫近期的沽空比例明显提高，1 月 6 日-9 日的平均沽空比例接近 20%，而对比之下，2014 年全年的平均沽空仅 8.9%，表明市场对公司前景极度悲观。然而，基于上述分析，我们认为公司基本面并没有显著恶化；相反，随着国内光伏行业的复苏，公司业务也在逐步回暖，即此次股价的连续下挫

及沽空比例的放大属于市场的过度反应。事实上，从股价与沽空比例关系的历史表现中，我们也可以发现，往往当沽空比例上升至高点时，股价正处于阶段性低点。

技术分析方面，公司股价目前维持在 1.73-1.91 港元附近横盘整理，成交量较前期显著缩小，日均成交金额不足 1 亿港元，而 2014 年全年日均成交金额大约在 3.8 亿港元左右。股价低位盘整缩量，说明市场分歧逐步减少，股价继续下跌的空间不大。我们统计了自 2012 年 7 月起至今每一次股价处于低位时的成交量表现，平均成交金额约 1.3 亿港元，小于前后均值，也验证了这一观点。

图7. 保利协鑫股票价格与沽空比例



来源：软库中华、WIND 资讯

图8. 保利协鑫技术走势



来源：软库中华、WIND 资讯



估值吸引：除了基本面和技术面良好外，公司目前估值也有足够的吸引力。市场估算公司 2014、2015 财年的每股收益分别为 0.14 港元/股和 0.20 港元/股，以当前的股价，对应市盈率分别为 13 倍和 9 倍，低于过去 5 年的中位数（静态市盈率：13.6 倍；动态市盈率：16.7 倍）。而我们认为，在国内光伏行业复苏的大背景下，公司未来三年业绩将维持中高速增长。目前公司估值处于较低水平，值得投资者长期关注。

图9. 可比公司

公司	股票代码	市值 (百万港元)	过去三个月每 日平均成交额 (百万港元)	P/E(x)			P/book (x)	净负债/ 总权益
				去年	今年	明年		
保利协鑫能源	3800 HK	28,345.2	280.0	24.6	12.5	9.2	1.7	221.3
兴业太阳能	750 HK	8,358.7	46.8	12.3	10.0	7.7	2.4	25.2
阳光能源	757 HK	899.3	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	145.4
卡姆丹克	712 HK	1,475.3	5.1	n.a.	24.3	13.7	0.7	7.4
君阳太阳能	397 HK	804.8	4.4	5.3	n.a.	n.a.	0.3	(53.4)
协鑫新能源	451 HK	13,871.8	48.7	n.a.	n.a.	n.a.	5.7	252.1
中国风电	182 HK	4,428.4	18.9	16.9	10.5	6.6	0.8	9.6
联合光伏	686 HK	4,361.3	36.4	n.a.	66.7	18.9	2.3	465.3
顺丰清洁能源	1165 HK	17,312.8	33.2	n.a.	33.1	16.0	2.3	211.5
	平均	8,873.1	52.8	14.7	26.2	12.0	1.9	142.7

来源：软库中华、公司资料

图10. 每股信息

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
每股收益 (港元仙)				
- 基本 (港元仙)	27.6	(22.7)	(4.3)	5.8
- 摊薄 (港元仙)	27.6	(22.7)	(4.3)	5.8
股利每股收益 (港元仙)	5.5	0	0	0
每股净资产 (港元)	1.33	1.05	1.04	1.09

来源：软库中华、公司资料

图11. 利润表 (港元百万)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
收入	25,505.6	22,348.0	25,530.0	17,222.0
销售成本	(17,039.3)	(20,598.9)	(22,490.4)	(13,544.2)
毛利	8,466.3	1,749.1	3,039.6	3,677.9
行政开支	(1,699.5)	(1,899.5)	(1,785.6)	(1,127.1)
融资成本	(1,166.3)	(2,309.3)	(2,415.6)	(1,405.6)
其他收入及支出	238.7	(801.7)	905.9	156.3
税前收入	5,839.1	(3,261.4)	(255.7)	1,301.5
所得税	(1,269.2)	(123.9)	(190.1)	(288.1)
净利润	4,570.0	(3,385.3)	(445.8)	1,013.4
股东应占利润	4,274.9	(3,515.5)	(664.3)	900.4

来源：软库中华、公司资料

图12. 资产负债表 (港元百万)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
非流动资产				
物业、厂房及设备	41,181.3	42,232.5	43,995.1	45,439.3
预付租赁款项	1,128.0	1,727.3	1,811.1	1,803.4
商誉及其他无形资产	1,061.7	898.6	853.0	830.0
其他	2,102.0	791.1	1,926.0	1,294.7
非流动资产总计	45,472.9	45,649.5	48,585.2	49,367.4
流动资产				
存货	3,626.7	2,247.8	1,656.9	2,627.6
应收账款和其他应收款	7,040.1	8,681.4	11,057.4	10,984.9
已抵押及受限制银行存款	4,049.7	5,014.9	8,080.2	9,368.5
现金及现金等价物	6,882.7	4,495.6	6,168.8	9,994.1
其他	416.0	1,729.2	1,094.0	1,071.7
流动资产总计	22,015.3	22,168.9	28,057.4	34,046.7
流动负债				
应付贸易款项及其他应付款项	(7,628.1)	(9,127.7)	(13,737.3)	(15,788.1)
客户垫款	(1,022.4)	(810.6)	(955.4)	(966.1)
银行贷款 — 须于一年内偿还	(11,582.4)	(19,705.1)	(24,915.5)	(25,989.0)
其他	(1,219.1)	(796.0)	(2,436.7)	(4,428.9)
流动负债总计	(21,452.1)	(30,439.4)	(42,044.9)	(47,172.1)
非流动负债				
客户垫款	(2,068.0)	(1,736.4)	(1,093.4)	(898.5)
银行贷款 — 须于一年后偿还	(17,703.9)	(12,817.2)	(8,340.4)	(9,828.3)
其他	(4,130.2)	(5,054.9)	(7,158.8)	(6,080.6)
非流动负债总计	(23,902.0)	(19,608.6)	(16,592.6)	(16,807.3)
净资产	22,134.1	17,770.5	18,005.1	19,434.7
资本及储备				
本公司拥有人应占股本权益	20,567.1	16,210.0	16,146.1	16,886.3
非控股权益	1,567.0	1,560.4	1,859.0	2,548.4
权益总额	22,134.1	17,770.5	18,005.1	19,434.7

来源：软库中华、公司资料

图13. 现金流量表 (港元百万)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
经营活动现金流净额	2,763.8	2,326.4	8,507.2	5,046.3
投资活动现金流净额	(18,245.3)	(5,310.7)	(6,668.1)	(3,198.3)
融资活动现金流净额	15,534.0	616.8	(328.8)	2,029.8
现金及现金等价物净增加	52.5	(2,367.6)	1,510.3	3,877.8
期初现金及现金等价物净额	6,505.1	6,882.7	4,495.6	6,168.8
汇兑	325.1	(19.5)	162.9	(52.5)
期末现金及现金等价物净额	6,882.7	4,495.6	6,168.8	9,994.1

来源：软库中华、公司资料



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：

- 强烈推荐购入 ： 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应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。