

买入 (维持)

目标价: 1.41

现价: 1.13

预期升幅: 25%

市场数据

报告日期	2016.02.29
收盘价(港元)	1.13
流通股(亿股)	186
总市值(亿港元)	210
净资产(亿元)	224
总资产(亿元)	999
每股净资产(元)	1.09

数据来源: Wind

相关报告

调研纪要_20140219
首发深度报告_20140424
会议摘要_20140410
运营表现点评_20140516
业绩点评_20140829
业绩点评_20150402

海外新能源研究

分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

3800.HK 保利协鑫能源

多晶硅价格有望回升, 单晶硅片项目进展顺利

2016年02月29日

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万港元)	37,867	32,464	27,703	28,400
同比增长	45.43%	-12.79%	-14.67%	2.52%
股东净利润(百万港元)	1,955	2,077	1,799	1,921
同比增长	394%	6.23%	-13.40%	6.79%
毛利率	20.5%	17.67%	19.29%	19.83%
净利润率	5.7%	7.29%	7.40%	7.71%
净资产收益率	10.6%	12.38%	9.41%	9.41%
每股收益(港仙)	13	13.41	9.68	10.33
市盈率	7.5	8.43	11.68	10.94
股息率	0%	1.78%	1.28%	1.37%

数据来源: Wind、公司资料

投资要点

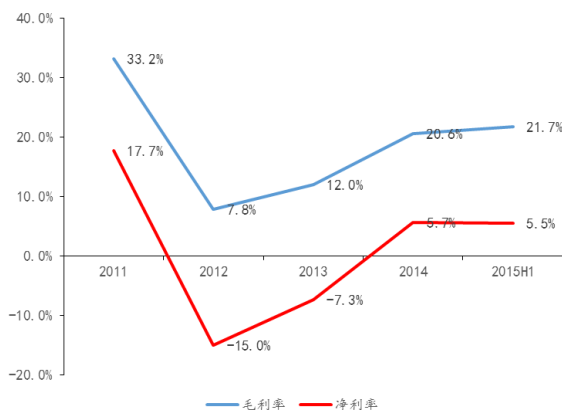
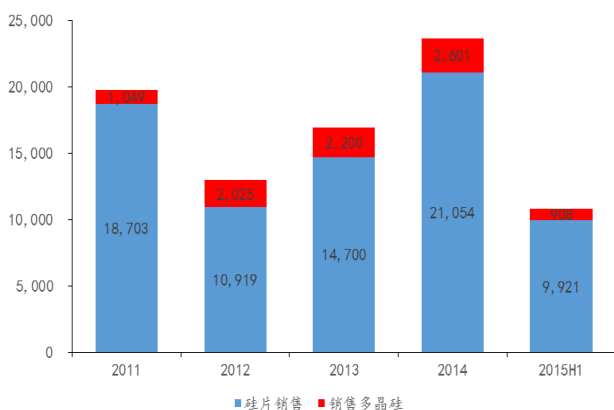
- **保利协鑫是全球最大的多晶硅和硅片供货商。**公司是目前全球最大的多晶硅和硅片供货商, 目前多晶硅产能 6.5 万吨, 位列全球第一, 全球市场份额 30%, 中国市场份额 50%; 硅片产能 14GW, 亦排名全国第一, 硅片转化效率可达到 20%, 处于行业领先地位。2015 年前三季度的多晶硅产销量为 55, 771 吨(同比+12.5%)和 11, 658 吨(同比+5.2%); 硅片产销量为 10, 928MW(同比 14%)和 11, 083MW(同比+18%)。
- **多晶硅价格处于弱平衡, 有望企稳并微升。**多晶硅的生产销售是公司的主营业务。过去几年因为需求疲弱和技术革新, 多晶硅价格从 2011 年 50 美元/公斤一路下跌至最新的 13 美元/公斤。但我们判断国内多晶硅的价格将逐步企稳并有望企稳并微升, 主要依据有: 1) 多晶硅价格目前处于一个弱平衡周期, 绝对的供过于求阶段已经过去, 需求端的改善对价格提振的边际作用较大, 而光伏下游因为上网电价下调政策将在上半年迎来抢装行情, 进而刺激对于多晶硅的需求; 2) 人民币贬值造成进口多晶硅的成本增加, 进而使国内多晶硅生产商间接受益。
- **成本持续下降, 硅片产销量有望超预期。**2015 年公司的多晶硅制造成本在 13 美元/公斤以下, 过去数年基本保持着每年 5-10%的成本下降幅度, 预计 2016 年此下降幅度仍然可以达到, 主要是由于电力成本的进一步节约和烧结炉等的技术革新。同时, 公司 2015 年多晶硅片的产能为 14GW, 但我们预测全年产销量有望大超市场预期。
- **进军 N 型单晶硅, 产能一季度末投产。**单晶硅硅片在转换效率方面优于多晶硅片, 由于近年来的技术革新, 价格逐渐与多晶硅片持平, 单晶替代已经成为产业趋势。公司抓住行业趋势, 积极布局, 在宁夏中卫斥资 150 亿元建设 10GW 高效 N 型单晶硅片项目。第一期 1GW 项目预计 2016 年 3 月末投产, 目前已收获充足订单, 预计全年产销量可达产能上限, 成为公司业务的新亮点。
- **大力支持协鑫新能源电站发展。**协鑫新能源(451.HK)作为公司的控股子公司, 专业

从事光伏电站的开发和运营。公司最新公布的供股计划也显示了公司对于协鑫新能源的大力支持，未来公司将目前拥有的 353MW 光伏发电项目注入协鑫新能源。考虑到公司目前持股比例高达 62.28%，我们预测可能公司会有措施加大流通股比例。

- **我们的观点：** 预计 2016 年上半年因国内光伏抢装行情，多晶硅市场需求将有所提振，我们预计多晶硅价格将会企稳并微升，同时，公司将于一季度末达产的单晶硅片项目亦将为公司创造新的业绩增长点。根据公司的业绩前景预测，公司 2015/2016/2017 年的摊薄 EPS 分别为 0.134/0.097/0.103 元，因为目前市场整体估值中枢下移，我们下调公司目标价至 1.41 元，对应 PE 分别为 10.5/14.6/13.6 倍，维持买入评级。建议投资者积极关注。
- **风险提示：** 多晶硅价格和硅片价格继续超预期下跌，单晶硅市场增长情况不及预期导致公司单晶硅片项目收益不达预期。

公司的主要历史财务数据如下：

图 1、公司过去数年硅片和多晶硅销售收入(百万元) 图 2、公司销售毛利率、净利率

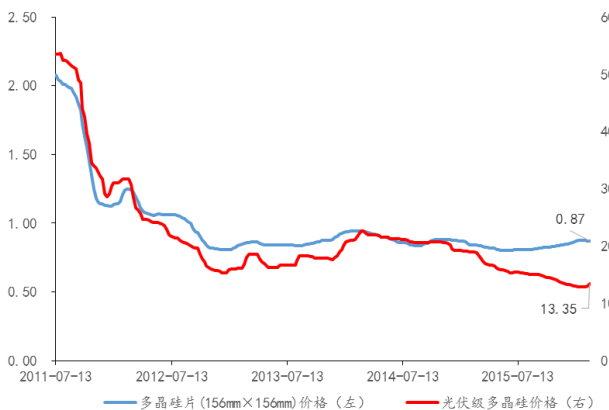


资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

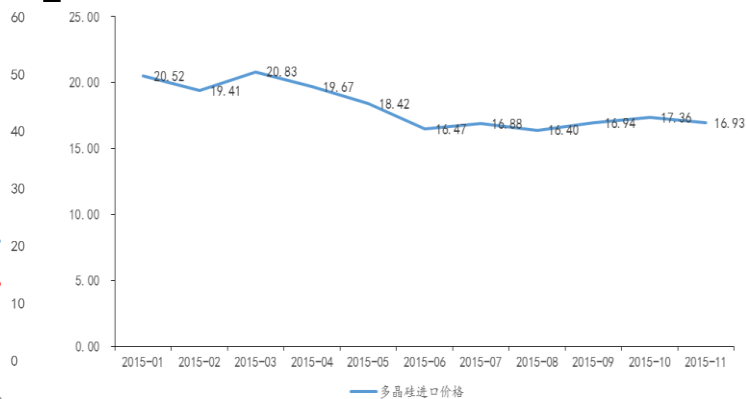
多晶硅与硅片价格持续下行，多晶硅 2016 年 1 月国内最新的报价约为 13.35 美元/千克，已经呈现了轻微上涨的趋势，而硅片则为 0.87 美元/片。我们同时观察到进口硅片的价格从 2015 年 8 月起由于人民币贬值的因素有了较为明显的升幅，显示进口硅片的竞争力或会减弱。

图 3、光伏级多晶硅价格走势



资料来源：Wind、兴业证券研究所

图 4、硅片价格走势



资料来源：Wind、兴业证券研究所

附表

资产负债表					利润表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万港元					单位: 百万港元				
现金及等价物	5,529	6,809	6,156	7,129	收入	37,225	32,464	27,703	28,400
应收帐款	13,658	12,012	9,696	9,940	毛利	7,651	5,738	5,344	5,632
存货	2,696	1,871	1,565	1,594	其他收入及收益	1,316	1,579	1,737	1,911
其他流动资产	12,436	4,767	4,104	4,218	销售费用	(92)	(120)	(132)	(145)
总流动资产	34,319	25,459	21,520	22,880	行政开支	(2,493)	(1,690)	(1,690)	(1,690)
固定资产	50,612	33,104	36,415	38,236	其他开支	(601)	(661)	(595)	(655)
无形资产	806	788	769	750	经营利润	5,781	4,846	4,665	5,054
其他非流动资产	4,266	3,844	3,466	3,582	融资成本	(3,034)	(2,002)	(2,202)	(2,423)
总资产	90,004	63,196	62,170	65,448	税前利润	2,795	2,886	2,500	2,669
银行借款	21,951	6,885	5,875	6,023	所得税	(639)	(520)	(450)	(480)
应付帐款	20,833	18,827	15,750	16,038	税后利润	2,155	2,367	2,050	2,189
其他流动负债	5,288	5,315	5,370	5,565	少数股东权益	200	290	251	268
总流动负债	48,072	31,027	26,995	27,627	归属于所有者的净利润	1,955	2,077	1,799	1,921
递延收入	604	526	449	460	EBITDA	6,169	5,093	4,927	5,218
银行及其他借款	14,254	6,842	7,321	8,419	主要财务比率				
其他	5,711	5,682	5,617	5,690	盈利能力				
负债总额	68,641	44,077	40,381	42,196	毛利率(%)	20.6%	17.7%	19.3%	19.8%
股本	1,549	1,549	1,549	1,549	净利率(%)	5.8%	7.3%	7.4%	7.7%
储备	16,857	13,133	14,473	14,206	营运表现				
每股净资产(港元)	1.19	0.95	0.83	0.81	SG&A/收入(%)	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
营运资金	(13,753)	(5,568)	(5,474)	(4,746)	实际税率(%)	22.9%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	2,958	4,436	5,767	7,497	股息支付率(%)	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
本公司权益拥有人应占权益	18,406	14,682	16,022	15,755	存货周转天数	27	31	28	25
现金流量表					应付账款天数	71	71	71	71
单位: 百万港元					应收账款天数	121	144	143	126
EBITDA	6,169	5,093	4,927	5,218	财务状况				
融资成本(收入)	(3,034)	(2,002)	(2,202)	(2,423)	负债/权益	321.3%	230.5%	185.3%	181.5%
营运资金变化	(883)	1,523	(654)	973	收入/总资产	41.4%	51.4%	44.6%	43.4%
所得税	(639)	(520)	(450)	(480)	总资产/权益	4.21	3.31	2.85	2.81
营运现金流	11,783	6,826	5,990	7,065	盈利对利息倍数	0.92	1.44	1.13	1.10
资本开支	(4,836)	(5,803)	(5,803)	(5,803)	总资产收益率	2.4%	3.7%	3.3%	3.3%
其他投资活动	(3,056)	819	(2,921)	(2,877)	净资产收益率	10.1%	12.4%	9.4%	9.4%
投资活动现金流	(7,892)	(4,985)	(8,724)	(8,680)	估值比率(倍)				
已付股息	0	(1,967)	(540)	(576)	PE	9.0	8.4	11.7	10.9
其他融资活动	(4,774)	1,648	2,621	3,164	PB	1.5	1.9	2.2	2.2
融资活动现金流	(4,774)	(319)	2,081	2,588					
现金变化	(883)	1,523	(654)	973					
汇兑调整	0	0	0	0					
期初持有现金	6,169	5,286	6,809	6,156					
期末持有现金	5,286	6,809	6,156	7,129					

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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。