

买入 (维持)

目标价: 1.61 港元

现价: 1.09 港元

预期升幅: 47.7%

市场数据

报告日期	2016.07.27
收盘价(港元)	1.09
总股本(亿股)	186
总市值(亿港元)	206
净资产(亿元)	176
总资产(亿元)	797
每股净资产(元)	0.94

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
跟踪报告-20160303
业绩点评-20160330

海外新能源研究

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

03800.HK 保利协鑫能源

上半年产销两旺, 业绩展望靓丽

2016年07月27日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21,766	25,533	28,231	30,112
同比增长(%)	-41.53%	17.31%	10.57%	6.66%
净利润(百万元)	2,106	2,245	2,456	2,719
同比增长(%)	7.72%	6.59%	9.41%	10.72%
毛利率(%)	26.54%	27.41%	26.32%	24.84%
净利润率(%)	10.28%	10.02%	9.91%	9.03%
净资产收益率(%)	15.53%	13.02%	12.68%	10.94%
每股收益(分)	15.52	12.08	13.21	14.63
P/E	5.90	7.58	6.93	6.26

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

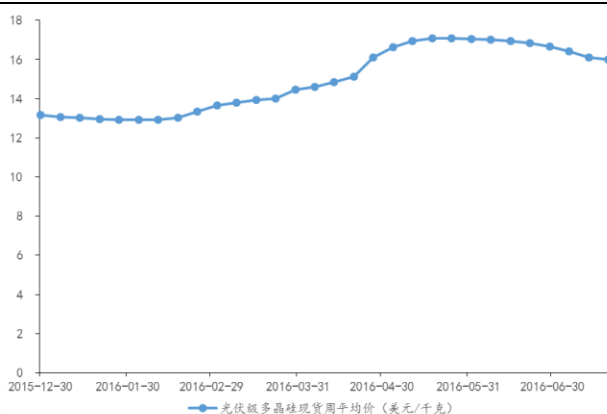
- **上半年业绩展望靓丽。**我们预计公司上半年业绩表现出色, 其中收入占比约 80% 的光伏材料上半年营业收入或已经达到 2015 年全年此项业务营业收入 (16,791 百万元) 的 70-80%。同时由于上半年公司主营业务成本和售价的“喇叭口”持续从而提升了公司毛利率, 预计上半年主营业务毛利率在 30% 左右 (2015: 26%), 净利率略高于 10%; 公司上半年归属股东净利润约人民币 16 亿元左右。公司上半年业绩出色主要原因是国内光伏产业上半年出现了抢装热导致上游的多晶硅和硅片需求强劲增长。
- **上半年产销两旺, 产品价格合理回升。**进入二季度以后, 由于 630 抢装延续, 公司的产品延续产销两旺局面, 预计公司多晶硅产量在 20,000 吨以上, 多晶硅片销售量在 5GW 以上, 而且根据我们的跟踪, 产品价格二季度基本维持, 只在 6 月份中旬才开始下降, 预计上半年硅片平均售价在 0.185 美元/瓦左右。
- **下半年供需失衡, 开启降价周期。**光伏行业在上半年明显经历了过热的阶段, 下半年预计会放缓, 尤其是第三季度供需矛盾会突出, 产品价格会下降。但我们预计随着第三季度末光伏企业补贴发放, 预计四季度会有小装机潮, 预计下半年装机 10GW 左右, 硅片价格预计将于三季度企稳。加之公司的合约中长单较多, 受市场价格短期波动较小, 因此价格下降对公司的影响并不会太大, 展望全年公司的业绩增长较为确定。
- **我们的观点:** 保利协鑫能源 (3800.HK) 是全球最大的多晶硅和硅片制造商, 公司充分受益于中国以及全球光伏产业的快速发展。公司上半年受益于光伏行业装机潮, 预计半年业绩靓丽, 展望下半年虽产品价格下降, 但公司成本亦在大幅下降, 全年业绩增长确定性高。我们预测公司 2016-2018 年营业收入为 25,533、28,231 和 30,112 百万元, 归属股东净利润分别为 2,245、2,456 和 2,719 百万元, EPS 分别为人民币 12.1、13.2 和 14.6 分, 对应目前股价 P/E 分别为 7.6、6.9 和 6.3 倍, 我们认为公司股价存在低估, 故维持公司“买入”评级和 1.61 港元不变。
- **风险提示:** 下半年硅片价格继续大幅下挫, 新能源业务发展不及预期。

报告正文

跟踪报告

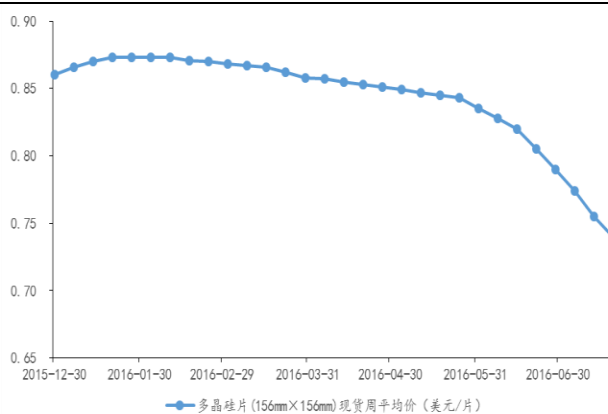
- **上半年业绩展望出色。**我们预计公司上半年业绩表现出色，其中收入占比约80%的光伏材料上半年营业收入或已经达到2015年全年此项业务营业收入（16,791百万元）的70-80%。同时由于上半年公司主营业务成本和售价的“喇叭口”持续从而提升了公司毛利率，预计上半年主营业务毛利率在30%左右（2015:26%），净利率略高于10%；公司上半年归属股东净利润约人民币16亿元左右。公司上半年业绩出色主要原因是国内光伏产业上半年出现了抢装热导致上游的多晶硅和硅片需求强劲增长，另外4月份海关查货多晶硅走私案件也对国内多晶硅需求提供支持。
- **多晶硅产能维持，全年硅片出货量目标17GW。**公司目前的多晶硅产能为75,000吨/年，由于目前多晶硅市场化程度较高，在FBR技术应用之前，公司的多晶硅产能预计将维持在这一水平；未来若出现多晶硅短缺，公司会从外部采购来解决。公司全年的多晶硅片出货量目标是17GW，同比2015年完成的销售量约15.2GW有12%左右的增幅。我们预计随着上半年的抢装以及下半年国内光伏扶贫、领跑者计划的推进以及海外市场需求的刺激，全年完成出货量目标是高概率事件。
- **上半年产销两旺，产品价格合理回升。**公司一季度多晶硅产量18,250公吨，销量3,348公吨（同比增长16.8%），售价13.96美元/公斤（同比下降27.1%，环比下降2.5%）；硅片产量4,227MW，销量4,443MW（同比增长44.6%），售价0.191美元/瓦（同比下降5%，环比上升3.2%）。若排除人民币贬值的汇率因素，公司的多晶硅平均售价环比轻微下降0.8%，同比下降22.6%；硅片平均售价环比上升5%，同比上升0.8%。进入二季度以后，由于630抢装延续，公司的产品延续产销两旺局面，预计公司多晶硅产量在20,000吨以上，多晶硅片销售量在5GW以上，而且根据我们的跟踪，产品价格二季度基本维持，只在6月份中旬才开始下降，预计上半年硅片平均售价在0.185美元/瓦左右。
- **下半年供需失衡，开启降价周期。**根据能源局的统计，中国第一季度新增光伏并网7.15GW；进入第二季度，装机维持高增长，根据中电联发布的有关统计，2016年上半年光伏新增并网达到17.6GW；此外更有其他统计口径称上半年新增装机超过22GW，其中仅6月份装机超过10GW。光伏行业在上半年明显经历了过热的阶段，下半年预计会放缓，尤其是第三季度供需矛盾会突出，产品价格会下降，从最近跟踪的硅片和多晶硅价格来看，已经在7月出现了明显的下降，其中硅片价格已经从0.85美元/片下降至最新7月20日的0.74美元/片（见图2）。但我们预计快速下跌或接近尾声，随着第三季度末光伏企业补贴发放，预计四季度会有小装机潮，预计下半年装机10GW左右，硅片价格预计将于三季度企稳。加之公司的合约中长单较多，受市场价格短期波动较小，因此价格下降对公司的影响并不会太大，展望全年公司的业绩增长较为确定。

图 1、多晶硅上半年价格走势



资料来源: Wind, 兴业证券研究所预测

图 2、多晶硅片上半年价格走势



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

- **宁夏单晶项目已出片, 全年出货目标 600MW。**公司在宁夏的 1GW 单晶硅片项目已于 5 月投产并陆续出片, 今年全年的出货目标是 600MW。单晶硅片实验条件下转化效率较高, 在分布式项目中具备应用优势, 亦在光伏领跑者计划中得到了广泛的使用和认可, 我们预计公司的 N 型单晶产品可以帮助公司在单晶市场中占据一定份额, 成为公司业绩增长的新动力。
- **FBR 量产仍需时间。**与改良西门子法 (原材料三氯氢硅) 相比, FBR (循环硫化床法, 将硅烷气转化为多晶硅) 技术更加具备低能耗的优势, 因此生产成本更低。因为诞生和发展环境不同, 改良西门子法当年具备较快普及的土壤, 而 FBR 目前的生存环境较为艰难, 因此研发进度延后。但公司仍会坚持此项技术的研发和应用, 唯量产仍需时日。
- **上调公司盈利预测。**由于公司上半年业绩出色, 很可能已经大部分完成了 2016 年盈利目标, 我们上调公司的营业收入至 25,533 百万元, 上调归属股东净利润至 2,245 百万元, EPS0.12 元。
- **我们的观点:**保利协鑫能源 (3800.HK) 是全球最大的多晶硅和硅片制造商, 公司充分受益于中国以及全球光伏产业的快速发展。公司上半年受益于光伏行业装机潮, 预计半年业绩靓丽, 展望下半年虽产品价格下降, 但公司成本亦在大幅下降, 全年业绩增长确定性高。我们预测公司 2016-2018 年营业收入为 25,533、28,231 和 30,112 百万元, 归属股东净利润分别为 2,245、2,456 和 2,719 百万元, EPS 分别为人民币 12.1、13.2 和 14.6 分, 对应目前股价 P/E 分别为 7.6、6.9 和 6.3 倍, 我们认为公司股价存在低估, 故维持公司“买入”评级和 1.61 港元不变。
- **风险提示:** 下半年硅片价格继续大幅下挫, 新能源业务发展不及预期。

附表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万人民币				
现金及等价物	10,260	6,048	3,718	4,187
应收帐款	14,368	15,320	16,939	18,067
存货	1,387	1,297	1,456	1,584
其他流动资产	7,041	8,208	9,030	9,619
总流动资产	33,055	30,874	31,143	33,457
固定资产	41,650	45,815	48,106	50,030
无形资产	231	248	266	284
其他非流动资产	4,756	5,543	6,121	6,560
总资产	79,691	82,480	85,635	90,331
银行借款	22,315	22,250	20,911	18,959
应付帐款	15,698	16,376	17,459	18,998
其他流动负债	3,031	2,786	2,924	3,073
总流动负债	41,045	41,413	41,294	41,030
递延收入	352	413	457	487
银行及其他借款	12,121	12,969	14,266	16,406
其他	8,615	8,032	7,548	7,547
负债总额	62,132	62,827	63,565	65,470
股本	1,372	18,588	18,588	18,588
储备	14,482	(725)	1,603	4,299
每股净资产(元)	1.12	1.06	1.19	1.34
营运资金	(7,989)	(10,539)	(10,151)	(7,573)
少数股东权益	1,705	1,791	1,880	1,974
本公司权益拥有人应 上权益	15,854	17,863	20,190	22,887
现金流量表	2015E	2016E	2017E	2018E
单位: 百万人民币				
EBITDA	6,014	6,174	6,620	6,652
融资成本(收入)	(2,209)	(2,102)	(2,207)	(2,318)
营运资金变化	5,754	(4,293)	(2,330)	469
所得税	(592)	(562)	(614)	(597)
营运现金流	3,218	5,226	4,351	4,586
资本开支	(9,144)	(13,716)	(10,973)	(8,778)
其他投资活动	1,739	3,281	3,147	3,271
投资活动现金流	(7,405)	(10,434)	(7,825)	(5,507)
已付股息	(149)	(673)	(737)	(816)
其他融资活动	10,090	1,590	1,881	2,206
融资活动现金流	9,941	916	1,144	1,390
现金变化	5,754	(4,293)	(2,330)	469
汇兑调整	225	0	0	0
期初持有现金	4,362	10,341	6,048	3,718
期末持有现金	10,341	6,048	3,718	4,187

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万人民币				
收入	21,766	25,533	28,231	30,112
毛利	5,776	6,999	7,432	7,479
其他收入及收益	951	1,047	1,151	1,266
销售费用	(79)	(87)	(96)	(105)
行政开支	(1,581)	(1,597)	(1,613)	(1,629)
其他开支	(1,201)	(1,081)	(1,189)	(1,308)
经营利润	5,026	5,280	5,685	5,703
融资成本	(2,209)	(2,102)	(2,207)	(2,318)
税前利润	2,768	3,120	3,413	3,316
所得税	(530)	(562)	(614)	(597)
税后利润	2,727	2,558	2,799	2,719
少数股东权益	302	313	343	0
归属于股东净利润	2,106	2,245	2,456	2,719
EBITDA	6,014	6,174	6,620	6,652
主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率(%)	26.5%	27.4%	26.3%	24.8%
净利率(%)	10.3%	10.0%	9.9%	9.0%
营运表现				
SG&A/收入(%)	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
实际税率(%)	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率(%)	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	47	26	24	25
应付账款天数	71	71	71	72
应收账款天数	235	212	209	212
财务状况				
负债/权益	353.8%	319.7%	288.0%	263.3%
收入/总资产	27.3%	31.0%	33.0%	33.3%
总资产/权益	4.54	4.20	3.88	3.63
盈利对利息倍数	1.14	1.48	1.55	1.43
总资产收益率	3.4%	3.1%	3.3%	3.0%
净资产收益率	15.5%	13.0%	12.7%	10.9%
估值比率(倍)				
PE	5.9	7.6	6.9	6.3
PB	0.8	0.9	0.8	0.7

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	zhusd@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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
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	zengyayi@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	阳焯	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(香港证监会中央编号: AYE823)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。