

买入 (维持)

保利协鑫能源 (3800.HK)

目标价: 3.26 港元  
现价 : 2.17 港元

产业链上谋篇布局, 光伏巨头再次起航

预期升幅: 50.2%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2015.04.02

收盘价(港元)	2.17
总股本(百万股)	15,489
总市值(亿港元)	336.12
净资产(百万港元)	18,406
总资产(百万港元)	76,643
每股净资产(港元)	1.19

数据来源: Wind

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万港元)	37,225	37,895	42,959	47,399
同比增长	45.81%	1.80%	13.36%	10.34%
股东净利润(百万港元)	1,955	2,809	3,961	4,700
同比增长	-394.32%	43.69%	40.99%	18.67%
毛利率	20.55%	24.78%	26.70%	27.89%
净利率	5.79%	8.18%	10.37%	11.37%
净资产收益率	10.09%	11.82%	14.25%	14.13%
每股收益(港仙)	12.62	18.14	25.57	30.35
市盈率	17.19	11.96	8.49	7.15
股息率	0.00%	1.25%	1.77%	2.10%

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 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

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)

(755) 2382-6005  
(852) 3509-5999  
luhj@xyzq.com.hk

## 投资要点

- **全年经营业绩扭亏转盈, 符合预期, 合并 451.HK 报表。**保利协鑫能源(3800.HK)3月26日公告2014年经营业绩: 其中营业收入约372.25亿港元, 较2014年上升45.8%; 毛利约76.51亿港元, 同比增长151.7%; 综合毛利率从2013年11.9%提升至2014年的20.9%(不包括451.HK业务); 股东应占利润约19.55亿港元(去年同期亏损6.64亿港元), 每股基本盈利约12.62港仙。光伏产业在2014年继续呈复苏态势, 公司经营业绩持续改善, 毛利率大幅提升, 净利润扭亏为盈, 业绩完全符合我们之前的预期(我们预测营收332.9亿港元, 净利润21.4亿港元。营收超出预测原因之一是煤炭销售增加33亿港元, 另外一个原因就是我们的预测中未并入451.HK的业绩预测, 而公告的业绩并表451.HK的财报, 2014年451.HK的营收10.24亿港元, 净利润亏损1.75亿港元)。
- **光伏材料业务的经营业绩大幅提升。**2014年光伏材料(包括多晶硅和硅片业务)分部业务收入为254.6亿港元, 同比增长40.5%; 净利润实现22.56亿港元, 而去年同期为亏损12.59亿港元; 光伏材料毛利率从去年11.9%增长至20.9%。公司的光伏材料业务的经营业绩靓丽, 贡献了公司2014财报的大部分净利润。
- **多晶硅、硅片业务满产满销。**2014年公司多晶硅和硅片业务满产满销, 其中生产多晶硅66,876吨, 同比增长32.6%; 对外销售多晶硅15,443吨, 同比减少5.4%, 因公司自身硅片业务持续扩张导致更多比例的多晶硅料自用; 硅片产量13,098兆瓦, 同比增长51.7%; 硅片销售12,909兆瓦, 同比增长38.9%。公司多晶硅全球市场占有率28%, 硅片全球市场占有率为29%, 均列世界第一位。
- **光伏材料毛利率大幅提升。**2014年, 公司多晶硅平均售价为每公斤21.7美元(去年同期为每公斤17.4美元), 而多晶硅的生产平均成本则由去年同期的每公斤17.3美元下降至15.5美元; 硅片平均售价从2013年0.21美元/瓦提升至2014年0.22美元/瓦, 而硅片加工成本继续降至0.08美元/瓦。生产成本的持续下降受益于技术革新、原材料成本控制、降低生产能耗和规模经济效益及流程简化, 同时产品销售价格企稳回升, 双方面因素引致光伏材料板块毛利率从2013年的9.3%提升至23.4%。

- **硅烷流化床法 (FBR) 大幅降低多晶硅生产成本。**公司 2014 年 9 月硅烷流化床法生产多晶硅生产设施一期试运营, 2014 年生产了约 500-600 吨, 硅烷流化床法设计总产能 2.5 万吨。预计 2015 年生产 5,000-8,000 吨, 全成本可控制在 8 美元/公斤, 品质全部达到电子级。
- **自备电厂投产日期再拖延。**江苏中能自备电厂项目一再拖延, 公司称因国家有关环保部门不断提出新的环保标准和要求。2015 年 1 月 27 日, 此项目已获得国家环保部环评许可, 其他报批工作推进顺利, 管理层称确保今年 5 月底之前投运。
- **电力业务收入大增因煤炭销售收入增加, 净利润下降。**2014 年电力业务实现收入 100.57 亿港元, 同比增长 52.9%, 主要是煤炭销售量增长所致(煤炭销售从去年 9.95 亿港元增加 33.29 亿港元至 43.24 亿港元); 分部净利润 3.91 亿港元, 同比下降 29.5%, 下降原因主要是: 公司旗下徐州热电厂关停, 火电利用小时数下降 7.4%至 5,526 小时, 天然气电厂燃气成本提升等; 因为煤炭销售大幅增长, 而煤炭销售毛利率较低, 整个板块毛利率由 2013 年的 18.0%下降至 2014 年 13.3%。2014 年电力销售量为 59.02 亿千瓦时, 同比下降 2.6%, 蒸汽销售约 860 万吨, 同比减少 2.6%。
- **收购 451.HK 平台, 控股股东协鑫集团全产业链进行谋篇布局。**2014 年 5 月 9 日, 公司以 14.4 亿港元代价通过认购新股而持有协鑫新能源(451.HK)已发行股本的 67.99%。451.HK 经第二次配股后, 3800.HK 持有其股权比例降至 62.28%, 因此在 2014 年 3800.HK 的财务报表中并表 451.HK。2014 年 451.HK 业务收入贡献主要还是之前的线路板印刷业务, 因光伏电站多在 2014 年年末并网。451.HK 在 2014 年营收约 10 亿港元, 净亏损 1.75 亿港元。451.HK 业务定位在光伏下游市场, 主要为开发、建设和运营光伏电站。截至 2014 年底, 451.HK 已建成并网光伏装机量 615MW, 其未来装机目标宏大, 计划 2015-2017 年分别新增光伏装机 2GW、2.5GW 和 3GW。随着 451.HK 的电站业务快速推进, 我们预计当前在 3800.HK 上市体内的现有光伏电站业务最终会转移到 451.HK 上市平台, 451.HK 的电站运营有望成为公司未来新的利润增长点。另外, 3800.HK 的控股股东协鑫集团还控股整合了 A 股上市公司 2506.SZ(“超日太阳能”已更名为“协鑫集成”), 2506.SZ 已是 3800.HK 和 0451.HK 的业务关联方。2506.SZ 定位于光伏中游平台, 生产高效组件和进行光伏系统集成业务。
- **维持“买入”投资评级, 目标价 3.26 港元, 较现价有 50.23%的上升空间。**根据公司最新的业务架构和发展规划, 我们预测 2015-2017 年公司营收分别为 379.0、429.6 和 474.0 亿港元, 股东净利润分别为 28.1、39.6 和 47.0 亿港元, EPS 分别为 0.18、0.26 和 0.30 港元。考虑到光伏行业的持续复苏、公司的光伏巨头地位以及 451.HK 未来电站运营将持续对公司贡献业绩等因素, 我们给予 3800.HK 未来 12 个月内目标价 3.26 港元。目标价相当于 2015-2017 年 PE 为 18.0、12.8、10.7 倍, 目标价较现价 2.17 港元约有 50.23%的上升空间, 维持其“买入”的投资评级。

图表 1 保利协鑫能源 2014 年业绩主要财务指标变动情况

		单位(千港元)			
	2014年	2013年	同比变动	点评	
营业收入	37,224,721	25,530,002	45.8%	光伏材料收入增长55.5%，电力业务增长55.8%	
销售成本	(29,574,117)	(22,490,373)	31.5%		
毛利	7,650,604	3,039,629	151.7%	多晶硅业务毛利率由去年的-1.8%转正至28.96%	
其他收入	1,316,099	965,126	36.4%	政府补贴、销售废料和银行利息收入增加所致	
销售及分销开支	(91,980)	(42,148)	118.2%	由于销售额增加进行更多的营销活动所致	
行政开支	(2,492,900)	(1,785,594)	39.6%	坏账拨备增加，收购协鑫新能源及新购股权费用上升所致	
其他开支、净收益	(601,211)	(457,724)	31.3%		
营业利润	5,780,612	1,719,289	236.2%		
融资成本	(3,033,579)	(2,415,617)	25.6%	期内票据贴现增加	
出售联营公司收益		424,498			
应占联营公司利润	40,213	21,370	88.2%		
应占合营企业亏损	7,172	(5,253)		美国及南非的合营企业的亏损	
税前利润	2,794,418	(255,713)		经营利润增加所致	
所得税费用	(639,321)	(190,092)	236.3%		
净利润	2,155,097	(445,805)			
股东净利润	1,955,049	(664,263)			
少数股东权益	200,348	218,458			
基本EPS(港仙/股)	12.62	(4.29)			

资料来源：公司资料，兴证香港

### 附：3月23日电话会议纪要

#### 1、今年自备电厂进展状况？

自备电厂去年就建成了，由于政府部门在审批的批文中不断提出新增条例，我们在不断满足中国环保部门的一些新规定，跟着他的条例不断完善，在今年上个月所有文件都具备了，目前正在调试过程中。

因为自备电站项目是新能源原材料供电项目，我们要把电厂做成完全清洁、接近零排放、没有任何无污染的项目，并且利用日间动力产能的能源综合利用的项目。项目是为多晶硅和太阳能下游材料制备提供清洁、零排放、低碳的能源。只有这样，我们整个产业链在一个低碳、零排放的基础生产，这样生产出来的材料，在应用市场中才能创造世界品牌。我们不能做一个前面有污染、后面去清洁的事情，我们要对社会负责任，对人类生存和环境极度负环境负责，要做负社会责任的企业。关于这个电站，确保在5月底左右建成，就是可以投运，试验也没问题，我们想做成一个低碳零排放的企业。

#### 2、今年多晶硅的成本，可以在什么样的水平？

今年多晶硅下半年做到成本 11.5 美元/公斤左右应该是没有问题的。目前我们现在能做到的现金成本是 13.5 美金左右，自备电厂上来后下降 2 美金左右，应该说 11.5 美金是完全可以做的到的。这里提到的都是现金成本，但并不包括 FBR 生产

的成本在内。

全成本在 15.5 左右美金/公斤，自备电厂电厂投产后可降低 2 美金/公斤，其他方面再进一步降低成本，应该可以做到 13 出头一点的全成本。关于硅烷法 FBR 的生产成本，一旦装置连续运营起来，8 美元没问题的。

### 3、硅片的加工成本实际上达到了什么水平？

关于去年年底的加工成本，我们经过去年的努力，2014 年的硅片加工成本和 2013 年相比有一定幅度的下降，去年年底我们硅片的加工成本大约在 0.08 美元/瓦左右。

### 4、FBR 颗粒硅的 2014 年产量？2015 年多晶硅的生产计划，包括原有西门子法生产线和新 FBR 生产线各多少？

关于 FBR 的情况，和我们之前说过的一样，目前我们 FBR 的质量完全可以到达电子级的要求，我们的装置也一直在运行，这个流程已经全部打通，因为我们的 FBR 的量级的反应炉在全球是第一台，去年我们的颗粒硅产量在 5-6 百吨左右。

关于 FBR 的产能问题，2.5 万吨总计划没有改变。2015 年颗粒硅的产量规划在 5,000 吨左右，根据情况也有可能到 8,000 吨。

关于原有西门子法多晶硅产量提升，技术上能力上做到 7.5 万吨完全没问题，今年计划排产在 7 万吨主要考虑了检修和市场需求因素。从产能实际情况来看 7.5 吨完全没有问题。

### 5、硅片出货中有多少是 OEM 的出货量，有多少是自己生产的？

原则上不做 OEM 硅片，只是考虑一些战略客户有这方面的需求，需要我们协助的时候，我们才会考虑这个问题，所以你们会看到每一年我们在 OEM 上的硅片占总产量的比例是非常低的。

### 6、今年硅片的生产量计划多少？

2015 年我们硅片产量会在 14 年的基础上会有一定幅度的上升，根据我们的产能情况来看，应该可以多 1G 瓦左右是没问题的，也就是由去年的 13GW 做到 14GW。

### 7、有没有单晶硅的扩能扩充计划？

关于单晶硅的扩展计划确实有安排，至于说做多大规模，什么时候做，我们正在计算，因为我们要做肯定要做技术含量最高的，最具有市场竞争能力的硅片，普通的单晶我们是不会做的。

#### 8、每瓦硅片大致需要多少克的多晶硅？

大约 4.5 克/瓦左右，由于现在的瓦数提高了，硅片切的更薄了，原来 4.5-5 克/瓦之间，计划今年做到 4.5 克/瓦左右。

#### 9、多晶硅生产成本持续下降的主因？

关于成本降低的原因有几方面：1、我们的产量提升了，产量提升会摊薄一些费用。2、2013 年下半年开始，我们整个 GCL 制造体系，在各个环节加强成本管理，员工增强了成本的管理意识。3、通过一些技术改造，降低了电耗，这是我们成本降低的第三个原因。

#### 10、硅料和硅片价格未来走势？

关于硅片和硅料 2015 年的价格走势个人是这么认为的，从一季度的数据来看，比去年四季度有一定幅度的下降，但是从我们这个的行业情况来看，一季度是淡季价，下降有一定的必然。从这个行业的情况来看，特别是多晶硅，8 月 31 号我们国家会停止进口的原料加工，到时进口硅料就堵死了，势必会导致进口硅料的减少，多晶硅价格一定会回升。

第二方面，进入到五月份后，行业旺季开始出现，从我们了解的情况来看，很多电站估计在 5 月份或 4 月份就开始安装。

第三个方面，从我们这个的行业情况来看，政府补贴的减少是大趋势，也是一个大概率事件，那么对于很多电站来讲，特别是国家公布了一个 17.8G 瓦的装机容量的数据，很多的电站的建设，一定会抢在今年年底之前，把所有指标全部完成。因此从我们所了解的情况来看，从 5 月份往后，无论是晶片还是多晶他们的硅价格回升，在下半年会维持在一个相对稳定的价格。

#### 11、按照公司预计国内的总的需求是 16G 瓦，为什么相对政府指引显得保守一些？

国家规划确实是 17.8GW，因为根据我们过往的经验，每一年的项目并不能全部在年度竣工，要拖到 1 月份、2 月份才能完成所有的工作，根据经验取相对保守保守数字，或者是比较接近实际的数据。

#### 12、公司光伏电站的投资资金怎么考量，会不会有再融资的计划？

关于光伏电站这块的资金支持，公司正在和国外的投资者联系，另外抓国内降低融资成本，扩大金融产品研究，减少财务成本。公司购买 451.HK 后，极力整合财务平台，昨天有公告，我们也考虑加大 451.HK 本身对于光伏电站的投资。

#### 13、关于公司和超日之间的关系，因为提到超日将来可能会从公司购买硅片，可

能大约购买多少？

2015 年开始，超日已经改名为协鑫集成公司，国内的上市 002506.SH 已经变成 3800.HK 和 0451.HK 的关联方，以后有关所有他的交易我们都需要审批，审核交易过程。三家 451、3800、2506，都是独立的上市公司，我们三家所有的交易都需要我们的独立董事和审计师去审核交易过程的，在这一方面是可以放心的。

**14、关于协鑫集成的产能是多少？0451 做的话是多少？**

2506 是独立的上市公司，我这边不方便讲。0451 是 3800 的独立子公司，今年大约 2G 瓦左右的预算。

**15、我们的光伏电站看上去收益降低的原因？**

光伏电站收入低了，包含出售海外项目的资产 6 个亿，这样看上去我们光伏电站的收益是降下来的，去年有一个销售 6 个亿的，今年我们海外光伏电站还做了一点几亿多的拨备，所以看起来亏损。





## 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】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位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，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。