

2015年03月31日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(港幣) HKD 2.50

公司基本資訊

產業別	太陽能
H 股價 (2015/3/30)	2.11
恒生綜合指數 (2015/3/30)	24855.12
股價 12 個月高/低	3.06/1.66
總發行股數 (百萬)	15489.29
H 股數 (百萬)	15489.29
H 市值 (億港幣)	326.82
主要股東	Asia Pacific Energy Fund Limited (32.41%)
每股淨值 (港幣)	1.19
股價/帳面淨值	1.77
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	13.44 19.21 -24.64

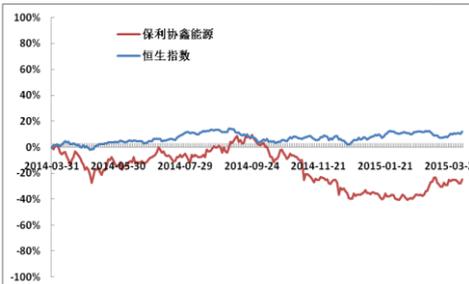
近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

產品組合

光伏	66.19%
售電售汽	22.69%
煤炭	3.90%
出售項目資產	2.35%

股價相對大盤走勢



保利協鑫能源 (3800.HK)

買入 Buy

自備電站下半年投入，光伏電站 15 年建設目標 2GW

結論與建議：

GCL 14 年實現大幅扭虧，不過因自備電廠進度慢於預期，導致利潤低於我們的預期。15 年下半年，自備電廠和 FBR 產線擴能將提升公司毛利率水準，同時以協鑫新能源為平臺的光伏電站業務也將蓬勃發展。

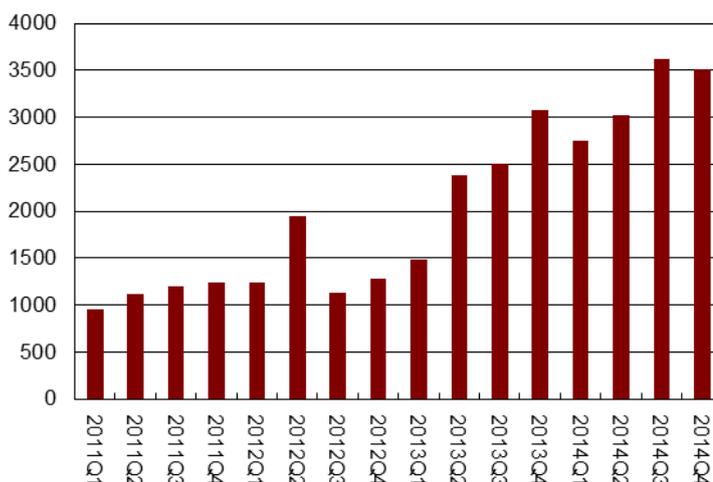
公司 15、16 年 EPS 為 0.147 元和 0.189 元，YoY 分別增長 16.73% 和 28.26%，15、16 年對應 P/E 為 14 倍和 11 倍，維持買入建議，目標價 2.5 港元（15 年 17x）。

- 14 年同比扭虧，但低於預期：**GCL 14 年實現營業收入 372.25 億元（下同），YoY+45.81%，實現淨利潤 19.55 億元，同比大幅扭虧，EPS 為 0.126 元；其中下半年實現營收 200 億元，YoY+40.56%、HoH+16.15%，淨利潤 10.5 億元，YoY+317%、HoH+17.14%。保利協鑫 14 年業績實現良好的扭虧，不過由於自備電站投入進度低於預期，故業績表現弱於我們此前的預期。公司 14 年度不派發股息。
- 自備電站預計在 15 年 6 月前後投入運營：**GCL 表示，公司自備電站 350MW 已於 14 年中全部建成，後應環保部的要求不斷進行綠色化、低碳化的技術改造，故實際投入時間有所延後；而目前相關權已經完善，預計最快在 5 月前後自備電站即可全面投入運營，屆時可將 GCL-Poly 的每公斤成本拉低 2 美元左右。亦鑒於此，同時考慮多晶矽及矽片目前價格有所下行，故我們下修了公司 15 年的盈利預期。
- 成本下降在 15 年下半年將明顯體現：**GCL FBR 法新產能 14 年如期開出約 3000 噸，實際產量在 500 噸左右，15 年公司計畫再開新線（到年底達到 2.5 萬噸），實際產量預計超過 5000 噸，配合原有西門子法，預計 15 年多晶矽產量能達到 8 萬噸左右、YoY+20%，同時下半年自備電廠投入後對成本的降低作用明顯，預計全年多晶矽平均成本在 14\$/kg 左右（YoY 下降 1.5 美元），而矽片成本預計相應降至 0.14\$/W 左右。
- 15 年多晶矽、矽片價格下行概率較大：**14 年 GCL 多晶矽、矽片售價分別為 21.7\$/kg（YoY+25%）和 0.22\$/W（YoY+2.4%），15 年以來，收到貿易保護和終端去庫存等影響，多晶矽價格一直下行，加之成本長期向下，故我們預計 15 年公司多晶矽售價將同比有所下跌，同樣矽片價格亦會下降。不過國家擬在 9 月起禁止多晶矽來料加工，有利於抑制海外貨源，提升國內廠商的議價能力和訂單需求，會對市價有階段性的抬升。
- 光伏電站業務開展提速，15 年規劃 2GW：**GCL 集團旗下光伏電站業務將以協鑫新能源（控股 62.28%，451.HK）為平臺運作，15 年 3 月 25 日協鑫新能源宣佈，其已開工及已完工並取得併網許可的總容量為 1.26GW，不過由於大部分電站於 14 年底並網，故其收益仍以印刷電路板為主。按照規劃，15 年 451 計畫完成 2GW 的新增並網量。
- 盈利預期：**預計公司 15、16 年營業收入分別為 404.44 億元和 443.94 億元，YoY 分別增長 8.65% 和 9.77%；實現淨利分別為 22.82 億元和 29.27 億元，YoY 分別增長 16.73% 和 28.26%，EPS 為 0.147 元和 0.189 元，15、16 年對應 P/E 為 14 倍和 11 倍，產品價格下行趨勢和自備電廠投入延後不會改變公司在多晶矽、光伏電站領域的競爭力 and 行業地位，維持買入建議，目標價 2.5 港元（15 年 17x）。
- 風險提示：**多晶矽價格下降，電站建設進度低於預期，自備電廠延遲。

..... 接續下頁

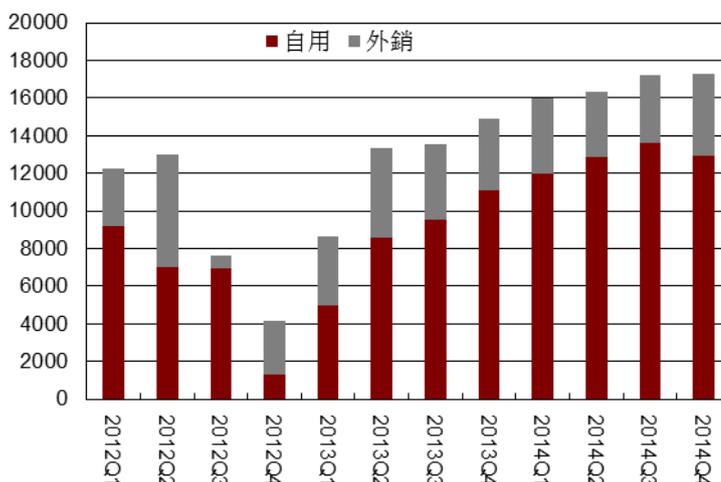
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	HKD 百萬元	-3516	-664	1955	2282	2927
同比增減	%	-182.24%	-81.10%	-394.32%	16.73%	28.26%
每股盈餘 (EPS)	HKD 元	-0.227	-0.043	0.126	0.147	0.189
同比增減	%	-182.23%	-81.10%	-394.32%	16.73%	28.26%
H 股市盈率(P/E)	X	-9.29	-49.17	16.71	14.31	11.16
股利 (DPS)	HKD 元	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.82%	0.82%

图表一： 協鑫多晶矽片出貨量 (單位：MW)



資料來源：上市公司，群益證券

图表二： 協鑫多晶矽產量 (單位：噸)



資料來源：上市公司，群益證券

預期報酬(Expected Return: ER)為准, 說明如下:

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

百萬元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
產品銷售收入	22348	25530	37225	40444	44394
銷售成本	20599	22490	29574	31852	34398
毛利潤	1749	3040	7651	8592	9996
其他營業收入	784	965	1316	1450	1600
銷售及分銷成本	96	42	92	101	111
管理費用	1899	1786	2493	2831	3108
其他費用	1486	458	601	673	733
財務費用	2309	2416	3034	3276	3596
聯營公司投資收益	-4	16	48	55	75
稅前利潤	-3261	-256	2795	3215	4124
所得稅支出	124	190	639	707	907
淨利潤	-3385	-446	2155	2508	3216
少數股東權益	130	218	200	226	289
普通股股東所得淨利潤	-3516	-664	1955	2282	2927

附二：合并資產負債表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
銀行結餘及現金	4496	6169	5529	5564	7717
應收貿易款項及其他應收款	8681	11057	13658	14068	14772
存貨	2248	1657	2696	2642	2906
流動資產合計	22169	28057	34319	36035	37116
於聯營、合營公司權益	451	536	562	731	950
物業、廠房及設備	42233	43995	50612	53142	55800
購買物業、廠房及設備訂金	134	674	1461	1388	1319
商譽	676	652	634	697	767
資產總計	67818	78502	88455	92708	96687
流動負債合計	30439	42045	48072	50476	51990
長期負債合計	19609	16593	20569	20774	21190
負債合計	50048	58638	68641	71250	73180
非控股權益	1560	1859	2958	3253	3481
股東權益合計	16210	18005	16857	18205	20026
負債和股東權益總計	67818	78502	88455	92708	96687

附三：合并現金流量表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
經營活動產生的現金流量淨額	2326	8507	8507	8932	9826
投資活動產生的現金流量淨額	-5311	-6668	-6668	-7802	-7021
籌資活動產生的現金流量淨額	617	-329	-329	-592	-651
現金及現金等價物淨增加額	-2368	1510	1510	539	2153

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。