新疆硅料投产，优化产能布局

保利协鑫能源（03800.HK）跟踪快报丨2018.12.11

中信证券研究部

弓永峰
分析师
S1010517070002

核心观点

公司新疆多晶硅产能逐步释放，预计 2019 年中产能将达 6 万吨，成本较徐州老线下降超 30%，品质进一步提升，2019 年有望保持利稳量增态势。调整公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.01/0.05/0.07 元，对应 PE 为 43/9/7 倍。2019 年 10 倍 PE 对应目标价 0.49 元（0.56 港元），维持 “持有”评级。

- **新疆硅料产能释放，一期规划产能 6 万吨。**我们近日调研了公司新疆多晶硅生产基地，目前新疆产线一期一阶段 5 万吨产能已顺利投产，预计在 2-3 个月调试爬坡期后，将于 2019Q1 达产；同时公司计划于 2019Q2 投产一期二阶段 1 万吨产能，于 2019 年中期新疆多晶硅总产能将提升至 6 万吨。届时，公司将建成单线产能 3 万吨，单体产能 6 万吨的全球最大多晶硅生产基地。

- **成本或迎来显著下降，品质将站上新台阶。**得益于新疆地区低成本能源优势以及新产线技术工艺水平的提升，公司预计新疆多晶硅生产成本有望降至 4 万元/吨以下，同目前徐州 6 万元/吨以上的成本相比降幅超 30%。新产线产品纯度将达 9N-11N，品质有望全面满足 N 型单晶料要求，媲美瓦克等海外领先企业。

- **高品质硅料市场或维持紧平衡，龙头有望利稳量增。**“531”后国内光伏产品价格出现断崖式下跌，但从需求端来看，预计 2018 年全球光伏装机望达 110GW（国内 40GW，海外 70GW），仍保持稳步增长。尽管短期内多家厂商硅料新产能集中释放造成价格压力，至 2019Q2 前价格或将继续摸底，但我们认为随着国内光伏政策转暖以及海外装机需求爆发，2019 年国内高品质多晶硅供需仍将保持紧平衡，价格中枢有望稳定在 7.5-8 万元/吨。由于新产能成本大幅下降对冲价格下滑压力，龙头企业在利稳量增的情况下，仍有望迎来业绩高速增长。

- **风险因素：**产品价格持续下降，硅料投产进度不达预期，公司财务成本高企等。

- **投资建议：**公司新疆硅料产能将强化制造端盈利能力，但考虑到老多晶硅及硅片产能由于价格下滑盈利承压，调整公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.01/0.05/0.07 元（原预测值为 0.04/0.05/0.08 元），对应 PE 为 43/9/7 倍。2019 年 10 倍 PE 对应目标价 0.49 元（0.56 港元），维持 “持有”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,324	24,267	19,748	22,815	25,951
营业收入增长率	0.44%	8.71%	-18.62%	15.53%	13.74%
净利润(百万元)	2,029	1,974	194	915	1,233
净利润增长率	-16.32%	-2.71%	-90.16%	371.16%	34.67%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.11	0.11	0.01	0.05	0.07
毛利率%	32.89%	35.73%	30.13%	34.13%	34.63%
净资产收益率 ROE%	9.75%	8.67%	0.84%	3.82%	4.89%
每股净资产（元）	1.28	1.49	1.51	1.57	1.66
PE	4.1	4.2	42.5	9.0	6.7
PB	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2018 年 12 月 07 日收盘价

保利协鑫能源	03800.HK
评级	持有（维持）
当前价	0.51 港元
目标价	0.56 港元
总股本	18,330 百万股
港股流通股本	18,330 百万股
52 周最高/最低价	1.48/0.46 港元
近 1 月绝对涨幅	-12.07%
近 6 月绝对涨幅	-36.25%
近 12 月绝对涨幅	-59.52%

利润表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,324	24,267	19,748	22,815	25,951
营业成本	14,980	15,596	13,798	15,028	16,964
毛利率	32.89%	35.73%	30.13%	34.13%	34.63%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	73	119	97	112	128
营业费用率	0.33%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
管理费用	2,094	3,145	2,512	2,686	2,808
管理费用率	9.38%	12.96%	12.72%	11.78%	10.82%
财务费用	1,954	2,312	3,021	3,478	4,054
财务费用率	8.75%	9.53%	15.30%	15.24%	15.62%
投资收益	33	27	4	21	17
营业利润	3,249	3,166	324	1,532	2,015
营业利润率	14.56%	13.05%	1.64%	6.72%	7.77%
营业外收入	174	1	300	300	300
营业外支出	580	255	479	438	390
利润总额	2,844	2,912	145	1,395	1,925
所得税	537	638	29	282	399
所得税率	18.89%	21.91%	19.98%	20.26%	20.71%
少数股东损益	208	348	21	222	351
归属于母公司股东的净利润	2,029	1,974	194	915	1,233
净利率	9.09%	8.14%	0.98%	4.01%	4.75%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,958	10,673	6,762	7,836	8,933
存货	966	991	988	1,000	1,140
应收账款	3,940	5,744	3,604	4,529	5,362
其他流动资产	13,248	13,702	12,437	13,168	14,640
流动资产	27,112	31,111	23,791	26,532	30,075
固定资产	52,462	63,780	72,721	81,662	90,603
长期股权投资	659	1,850	1,850	1,850	1,850
无形资产	125	854	854	854	854
其他长期资产	6,661	9,685	11,786	13,956	16,324
非流动资产	59,907	76,169	87,211	98,322	109,630
资产总计	87,019	107,280	111,002	124,854	139,706
短期借款	13,881	19,614	19,440	28,809	38,440
应付账款	2,362	3,717	2,649	2,945	3,541
其他流动负债	18,158	20,093	18,769	18,800	19,813
流动负债	34,401	43,424	40,857	50,555	61,794
长期借款	28,399	35,614	41,614	44,614	46,614
其他长期负债	826	934	934	934	934
非流动性负债	29,225	36,549	42,549	45,549	47,549
负债合计	63,625	79,972	83,406	96,103	109,343
普通股股本	1,632	1,632	1,632	1,632	1,632
资本公积	19,169	21,143	21,143	21,143	21,143
归属于母公司所有者权益合计	20,821	22,775	23,043	23,975	25,236
少数股东权益	2,573	4,532	4,553	4,776	5,127
股东权益合计	23,394	27,308	27,596	28,751	30,363
负债股东权益总计	87,019	107,280	111,002	124,854	139,706

现金流量表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,844	2,912	145	1,395	1,925
所得税支出	-537	-638	-29	-282	-399
折旧和摊销	3,405	3,753	6,059	6,059	6,059
营运资金的变化	-960	29	1,016	-1,340	-837
其他经营现金流	3,033	2,899	3,116	3,482	4,094
经营现金流合计	7,785	8,955	10,308	9,314	10,842
资本支出	-10,829	-17,272	-15,000	-15,000	-15,000
投资收益	33	27	4	21	17
其他投资现金流	2,645	-1,530	-2,101	-2,170	-2,368
投资现金流合计	-8,150	-18,775	-17,097	-17,148	-17,351
发行股票	2,845	3	0	0	0
负债变化	-2,258	12,954	5,826	12,369	11,631
股息支出	-76	-26	-26	-9	-30
其他融资现金流	-1,744	-1,233	-2,922	-3,452	-3,996
融资现金流合计	-1,232	11,698	2,879	8,908	7,606
现金及现金等价物净增加额	-1,597	1,878	-3,911	1,074	1,098

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	0.44%	8.71%	-18.62%	15.53%	13.74%
营业利润增长率	55.37%	-2.57%	-89.77%	373.34%	31.53%
净利润增长率	-16.32%	-2.71%	-90.16%	371.16%	34.67%
毛利率	32.89%	35.73%	30.13%	34.13%	34.63%
EBITDA Margin	-1.50%	9.49%	7.21%	15.39%	9.40%
净利率	9.09%	8.14%	0.98%	4.01%	4.75%
净资产收益率	9.75%	8.67%	0.84%	3.82%	4.89%
总资产收益率	2.33%	1.84%	0.18%	0.73%	0.88%
资产负债率	73.12%	74.55%	75.14%	76.97%	78.27%
所得税率	18.89%	21.91%	19.98%	20.26%	20.71%
股利支付率	3.73%	1.30%	4.69%	3.24%	3.08%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。