



買入

收市價	目標價
2.21 港元	3.20 港元

中國 / 公用事業

2009 年 9 月 30 日

李玉麒 CFA

(852) 2826 0006  
yukkei.lee@cpy.com.hk

股票資料

12 個月高/低位	3.84/0.365 港元
1 個月日均成交	43.9 百萬股
已發行股份(百萬股)	12,363
市值(百萬港元)	27,322
09-11F 市盈增長率(倍)	0.3
09F 市盈率(倍)	14.5
淨債務/股本(%)	108
買賣單位	1,000
主要股東	朱共山 (50.26%)

資料來源：彭博

	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動 (%)	1.84	-15.65	142.86
相對恆指 (%)	-4.69	-29.98	126.22

資料來源：彭博

保利協鑫能源 (3800 HK)

光伏業務穩步擴張

得力於電價上調及煤炭成本降低，保利協鑫能源(簡稱保利協鑫)公布 2009 年中期純利按年急升 250%至 7,190 萬元人民幣。除發電業務之外，多晶硅業務在 7 月底完成收購後，從 2009 年下半年起開始貢獻大部份盈利。儘管擴產及多晶硅付運正按部就班進行，但考慮到多晶硅平均售價降低及銷量減少，我們決定略調低 2009 至 11 年每股盈利預測。目標價從 3.54 港元調低至 3.2 港元，但維持買入評級。

- **發電業務表現強勁，中期每股盈利增長驚人。** 保利協鑫 2009 年中期純利按年急升 250%至 7,190 萬元人民幣，主要動力源自 2009 年 7、8 月的上網電價上調、現貨煤價回落及銀行利率下調。
- **多晶硅業務的利潤率重挫。** 多晶硅價格於 2008 年第四季下挫，導致該業務的毛利率從 2008 年的 72.6%，驟降至 2009 年上半年的 41.4%。
- **發電業務將在下半年保持強勁。** 國內用電需求從 2009 年 6 月起恢復增長，並對保利協鑫的利用率構成推動。因此，我們預期旗下發電業務將在 2009 年下半年進一步改善。同時，現貨煤價平穩及利率低企，亦有助紓緩下半年的成本壓力。不過，多晶硅業務將在 2009 年下半年超越發電業務，一舉成為最主要的盈利貢獻來源。
- **多晶硅業務的嚴冬已過。** 在 2009 年生產 7,500 噸的計劃下，下半年多晶硅銷量將顯著超過上半年。由於現貨價趨穩及生產成本降低，我們預期多晶硅業務的毛利率將從 2009 年上半年的 41.4%擴闊至下半年度的 44.4%。
- **多晶硅的盈利貢獻減少，目標價調低至 3.2 港元，但維持買入評級。** 基於略調低的多晶硅平均售價及付運量預測，我們將 2009 至 11 年每股盈利預測分別調低 7%、5%及 4%。目標價調低至 3.2 港元，相等於 2010 年市賬率 2.7 倍及市盈率 14.0 倍。維持買入評級。

財務數據

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
收入(百萬港元)	1,845	3,693	5,776	10,815	13,657
增幅(%)	103	100	56	87	26
純利(百萬港元)	(267)	131	899	2,492	3,522
增幅(%)	不適用	不適用	585	177	41
相對 IBES 預測(%)	--	--	(31)	(11)	(8)
每股盈利(港元)	(0.57)	0.14	0.13	0.20	0.28
增幅(%)	na	na	(0)	50	41
市盈率(倍)	na	14.4	14.5	9.6	6.8
市賬率(倍)	0.8	0.8	2.9	1.8	1.3
企業價值/息、稅、折舊及攤銷前盈利(倍)	77.6	48.9	16.2	7.8	5.9
息率(%)	0.0	1.0	0.6	1.6	2.9

資料來源：公司及京華山一

本報告純粹作為參考資料而不可被解釋為要約購買或出售證券。雖然在編製本報告時使用了一些相信其來源是可靠的資料，但本公司並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一國際(香港)有限公司、京華集團的任何公司以及與該集團有關聯的任何個人均不會承擔因使用本報告或因依賴其內容而產生的法律責任。在適用法律許可的情況下，上述個體或個人可能在有關的研究材料出版前已使用該等材料，及可能在報告內提及的任何證券中有持倉或持有重大利益。

## 發電業務的盈利穩步增長

發電業務表現強勁，每股盈利增長驚人。儘管2009年首五個月國內用電量出現萎縮，但由於保利協鑫旗下電廠的清潔能源性質，可享受到較其他傳統燃煤發電的優先發電權，故公司2009年上半年的平均利用小時按年增長119個小時至3,243小時，而售電量亦按年增長6.4%至2,589吉瓦時。蒸汽銷售收入按年增長13%至4.22億元人民幣，主要是蒸汽平均售價按年上漲16%，抵銷了蒸汽銷量按年減少2.6%的負面影響。

表1：2009年中期業績摘要及比較

	1H08	2H08	1H09	按年變動%	按半年變動%
收入	1,787,267	1,906,063	1,951,810	9.2	2.4
銷售成本	(1,586,729)	(1,609,291)	(1,650,973)	4.0	2.6
毛利	200,538	296,772	300,837	50.0	1.4
息稅前盈利	155,569	265,346	243,394	56.5	-8.3
財務成本	(129,821)	(128,925)	(113,463)	-12.6	-12.0
攤佔聯營公司	17,470	27,223	1,865	-89.3	-93.1
稅前盈利	43,218	163,644	131,796	205.0	-19.5
所得稅	(5,599)	(21,541)	(16,807)	200.2	-22.0
稅後盈利	37,619	142,103	114,989	205.7	-19.1
少數股東權益	(17,114)	(31,310)	(43,142)	152.1	37.8
<b>純利</b>	<b>20,505</b>	<b>110,793</b>	<b>71,847</b>	<b>250.4</b>	<b>-35.2</b>

資料來源：公司及京華山一

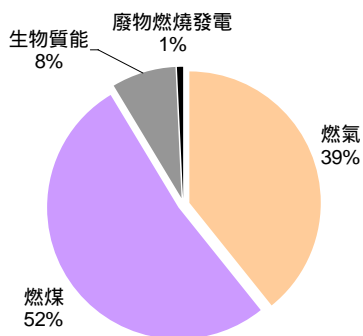
表2：2009年中期經營數據

	1H08	2H08	1H09	按年變動%	按半年變動%
售電量(吉瓦時)	2,432	2,158	2,589	6.4	19.9
利用小時	3,124	2,742	3,243	3.8	18.3
電力平均售價(元人民幣/兆瓦時)	540	574	564	4.4	-1.7
裝機容量(兆瓦)	855	870	876	2.5	0.7
蒸汽銷量(噸)	2,727,598	2,636,110	2,656,208	-2.6	0.8
蒸汽平均售價(元人民幣/噸)	155	192	180	16.1	-6.3
煤炭成本(元人民幣/噸)	467	532	452	-3.2	-15.1

資料來源：公司及京華山一

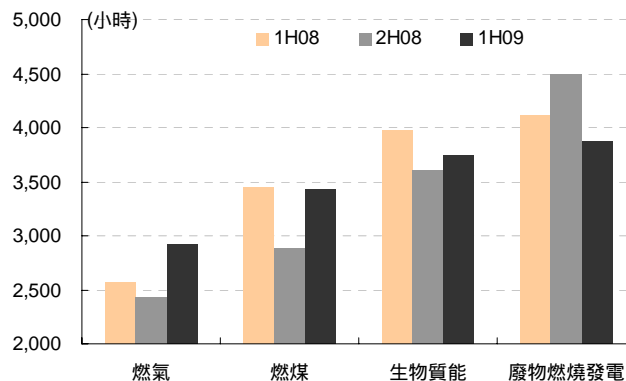
發電業務將在下半年保持強勁。國內用電需求從2009年6月起恢復增長，並對保利協鑫的利用率構成推動。因此，我們預期旗下發電業務將在2009年下半年進一步改善。同時，現貨煤價平穩及利率低企，亦有助紓緩下半年的成本壓力。

圖1：按燃料類型劃分的售電量



資料來源：公司

圖2：利用率保持平穩



資料來源：公司

本報告純粹作為參考資料而不可被解釋為要約購買或出售證券。雖然在編製本報告時使用了一些相信其來源是可靠的資料，但本公司並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一國際(香港)有限公司、京華集團的任何公司以及與該集團有關聯的任何個人均不會承擔因使用本報告或因依賴其內容而產生的法律責任。在適用法律許可的情況下，上述個體或個人可能在有關的研究材料出版前已使用該等材料，及可能在報告內提及的任何證券中有持倉或持有重大利益。



## 光伏業務的嚴冬已過

**多晶硅業務重挫。**多晶硅價格於2008年第四季重挫，並導致該業務的毛利率從2008年的72.6%驟降至2009年上半年的41.4%。同期內的多晶硅實際平均售價從每公斤271美元驟降至80美元，並抵銷了以下兩點利好：(1)平均單位生產成本從2008年的每公斤66.3美元降至2009年上半年的43.4美元；及(2)銷量從2008年的1,850噸增至2009年上半年的1,917噸。因此，2009年上半年毛利僅為4.605億元人民幣，遠遠落後於2008年的25.55億元人民幣。

**銷量激增 價格平穩及成本降低，共同支撐多晶硅業務。**管理層應能實現2009年生產7,500噸多晶硅的目標。公司與下游光伏模塊及面板製造商簽訂長期合同，從2008至20年間供應33,000噸多晶硅。由此推算，2009年下半年多晶硅銷量料為4,432噸，相等於較上半年激增231%。近幾個月以來，多晶硅現貨價已企穩在每公斤65至70美元附近，並將隨著下游需求的回暖而繼續保持平穩。在平均生產成本降低的趨勢下，預期多晶硅業務的毛利率將從2009年上半年的41.4%擴闊至下半年度的44.4%。

表3：保利協鑫多晶硅業務的主要經營指標及京華山一的預測調整

	FY08	1Q09	2Q09	1H09	FY09F (舊)	FY09F (新)	變動 (%)
產能(噸)	3,000	5,500	8,000	13,500	18,000	18,000	0.0
產量(噸)	1,850	1,094	1,180	2,274	7,800	7,700	-1.3
外銷(噸)	1,530	1,025	892	1,917	7,650	6,349	-17.0
用於硅片生產(噸)	320	69	288	357	150	1,351	800.9
產品平均售價(美元/公斤)	271	94	63	80	71	69	-1.8
單位成本(美元/公斤)	(66)	(49)	(39)	(43)	39	39	0.0

資料來源：公司及京華山一

**中央政策幫助控制產能過剩。**溫家寶總理在8月末要求遏制產能過剩及項目重複建設的部份行業中，多晶硅行業赫然在列。國務院將嚴格限制相關行業新項目的市場准入條件、加強環保監督及嚴格控制土地供應。我們認為多晶硅行業產能過剩的警告對象，主要是那些生產設備落伍、污染及耗能嚴重的企業。不久前，國家環保總局宣布從9月1日起禁止從國外進口多晶硅廢料，以防止多晶硅回收再生產過程中產生嚴重的污染問題。鑒於更多相關政策將陸續出台，相信多晶硅行業產能過剩的問題將得到紓緩，而保利協鑫則可從中受惠。

**電子級多晶硅銷售的市場新機尚未考慮在內。**管理層稱將在2010年前試產電子級多晶硅。該產品的純度更高，且盈利能力亦更佳。現有的徐州廠房三期將被設計為生產電子級多晶硅，同時亦是唯一一間獲中央認可的此類工廠。管理層指中國的電子級多晶硅進口量約4,000噸。在中央發展航空航太業的強勁需求下，預期未來每年將達到30,000噸。不過，由於該項目投入商產的細節尚未落實，我們並未在盈利模型中計入這一因素。

**多晶硅的盈利貢獻減少，目標價調低至3.2港元，但維持買入評級。**基於略調低的多晶硅平均售價及付運量預測，我們將2009至11年每股盈利預測分別調低7%、5%及4%。目標價調低至3.2港元，相等於2010年市賬率2.7倍及市盈率14.0倍。多晶硅行業產能過剩的隱憂及保利協鑫光伏的經營業績未經驗證，令該股估值備受壓力，現價已從近期高位大幅回落約42%，相信目前已呈現吸納時機。維持買入評級。

本報告純粹作為參考資料而不可被解釋為要約購買或出售證券。雖然在編製本報告時使用了一些相信其來源是可靠的資料，但本公司並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一國際(香港)有限公司、京華集團的任何公司以及與該集團有關聯的任何個人均不會承擔因使用本報告或因依賴其內容而產生的法律責任。在適用法律許可的情況下，上述個體或個人可能在有關的研究材料出版前已使用該等材料，及可能在報告內提及的任何證券中有持倉或持有重大利益。

**綜合損益表 (百萬元人民幣)**

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>收入</b>	<b>1,845</b>	<b>3,693</b>	<b>5,776</b>	<b>10,815</b>	<b>13,657</b>
多晶硅		3,000	1,954	5,070	2,825
硅片		521	202	1,996	6,775
銷售電力	1,470	2,189	2,407	2,524	2,708
銷售蒸汽	374	827	862	1,007	1,128
銷售煤炭	0	677	351	218	221
銷售成本	(1,482)	(3,196)	(4,160)	(6,790)	(8,367)
毛利	362	497	1,617	4,025	5,290
其他收入	109	168	127	125	89
分銷成本	0	(7)	(3)	(2)	(1)
銷售及一般行政開支	(209)	(238)	(406)	(774)	(786)
<b>息稅前盈利</b>	<b>262</b>	<b>421</b>	<b>1,335</b>	<b>3,373</b>	<b>4,593</b>
財務成本	(162)	(259)	(327)	(447)	(469)
攤佔聯營公司損益	20	45	4	4	4
非經常性項目	(337)	0	0	0	0
<b>稅前盈利</b>	<b>(216)</b>	<b>207</b>	<b>1,012</b>	<b>2,931</b>	<b>4,128</b>
所得稅扣減/(支出)	4	(27)	(46)	(388)	(551)
少數股東權益	(55)	(48)	(66)	(51)	(55)
<b>純利</b>	<b>(267)</b>	<b>131</b>	<b>899</b>	<b>2,492</b>	<b>3,522</b>
每股盈利(元人民幣)	(0.571)	0.135	0.134	0.202	0.285
每股派息(港元)	0.000	0.023	0.012	0.034	0.065
每股帳面值(元人民幣)	2.337	2.484	0.667	1.056	1.516

**綜合現金流量表(百萬元人民幣)**

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>經營現金流</b>	<b>214</b>	<b>641</b>	<b>2,728</b>	<b>2,819</b>	<b>4,361</b>
稅前盈利	(216)	207	1,012	2,931	4,128
折舊與攤銷	163	254	703	875	992
一般運營資金變動	(191)	(23)	621	(1,117)	(709)
其他	458	202	392	131	(50)
<b>投資現金流</b>	<b>(209)</b>	<b>(469)</b>	<b>(8,178)</b>	<b>(3,219)</b>	<b>(2,178)</b>
資本性開支	(255)	(489)	(8,016)	(3,180)	(2,135)
其他	46	20	(162)	(39)	(43)
<b>自由現金流</b>	<b>5</b>	<b>172</b>	<b>(5,451)</b>	<b>(535)</b>	<b>1,809</b>
<b>融資現金流</b>	<b>624</b>	<b>(550)</b>	<b>6,119</b>	<b>923</b>	<b>(1,334)</b>
權益融資	1,049	2	3,500	0	0
銀行貸款變動	179	(230)	5,288	1,593	(395)
股息	0	0	0	(135)	(374)
其他	(604)	(321)	(2,669)	(536)	(565)
<b>淨現金流</b>	<b>628</b>	<b>(378)</b>	<b>668</b>	<b>523</b>	<b>849</b>
<b>期末現金</b>	<b>804</b>	<b>414</b>	<b>1,074</b>	<b>1,672</b>	<b>2,487</b>

**重要假設**

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>發電業務</b>					
裝機容量(兆瓦)	840	870	941	989	1,004
蒸汽提取(噸/小時)	1894	2,199	2,249	2,367	2,412
售電量(吉瓦時)	3,726	4,591	4,832	4,854	5,210
蒸汽銷量(千噸)	3,040	5,364	5,367	6,228	6,669
平均利用小時	6,173	5,866	5,856	5,530	5,761
平均電價(元人民幣/兆瓦時)	427	477	512	520	520
平均蒸汽價格(元人民幣/噸)	120	154	162	165	173
平均煤炭價格(元人民幣/噸)	620	786	714	759	796
<b>光伏業務</b>					
多晶硅平均售價(美元/公斤)		271	69	63	59
硅片平均售價(美元/件)		1.90	0.77	0.73	0.71
多晶硅單位成本(美元/公斤)		66	38	34	33
多晶硅付運量(噸)		1,530	6,349	11,800	7,020
硅片付運量(兆瓦)		39	52	400	1,400

**綜合資產負債表 (百萬元人民幣)**

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>總資產</b>	<b>6,867</b>	<b>7,070</b>	<b>22,824</b>	<b>26,072</b>	<b>28,458</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,748</b>	<b>1,407</b>	<b>2,941</b>	<b>3,825</b>	<b>5,005</b>
銀行現金	804	414	1,074	1,672	2,487
應收賬款	547	468	661	873	1,159
存貨	126	259	243	268	295
其他	271	266	964	1,013	1,064
<b>非流動資產</b>	<b>5,119</b>	<b>5,662</b>	<b>19,882</b>	<b>22,247</b>	<b>23,453</b>
淨固定資產	4,658	4,948	12,252	14,568	15,722
預付租賃款	234	228	390	430	474
無形資產	131	130	6,862	6,862	6,862
於附屬公司的權益	73	245	219	222	223
其他	23	111	159	165	172
<b>總負債</b>	<b>4,230</b>	<b>4,246</b>	<b>14,151</b>	<b>12,569</b>	<b>9,240</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,157</b>	<b>2,542</b>	<b>6,054</b>	<b>6,329</b>	<b>4,643</b>
銀行貸款	1,492	1,652	3,288	4,461	3,212
應付賬款	615	827	2,544	1,628	1,172
應付關聯公司	46	54	171	189	208
其他	5	8	51	51	51
<b>長期負債</b>	<b>2,073</b>	<b>1,704</b>	<b>8,097</b>	<b>6,240</b>	<b>4,597</b>
銀行貸款	1,988	1,597	5,250	4,461	3,212
可換股票據	0	0	793	793	793
其他	85	107	2,054	986	592
<b>總權益</b>	<b>2,637</b>	<b>2,824</b>	<b>8,672</b>	<b>13,502</b>	<b>19,218</b>
股東權益	2,273	2,416	8,248	13,052	18,736
少數股東權益	364	408	425	450	482
淨現金/(負債)	(2,676)	(2,836)	(7,464)	(7,250)	(3,936)
淨運營資金	(410)	(1,135)	(6,054)	(6,329)	(4,643)
總投入資本	6,201	6,180	20,057	24,203	27,027

**財務摘要**

年結 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>增幅(%)</b>					
收入	103	100	56	88	26
毛利	82	37	225	150	31
息稅前盈利	57	60	217	154	36
純利	不適用	不適用	584	179	41
每股盈利	不適用	不適用	(1)	51	41
<b>利潤率(%)</b>					
毛利率	19.6	13.5	28.0	37.2	38.7
息稅前利潤率	14.2	11.4	23.1	31.2	33.6
淨利潤率	-14.5	3.6	15.5	23.1	25.7
<b>回報率(%)</b>					
已動用資本回報率	4.2	5.9	6.3	12.1	14.7
股本回報率	-11.7	5.4	10.9	19.2	18.8
資產回報率	-3.9	1.9	3.9	9.6	12.4
<b>財務風險(%)</b>					
淨負債比率	118	117	91	56	21
利息覆蓋率(倍)	1.6	1.6	4.1	7.6	9.8
<b>流動性(倍)</b>					
流動比率	0.8	0.6	0.5	0.6	1.1
速動比率	0.8	0.5	0.4	0.6	1.0
<b>其他(%)</b>					
有效稅率	2	13	5	13	13
派息比率	0	15	15	15	20

I, YK Lee, the author of this report, hereby declare that all the views expressed in this research report accurately reflect my personal views and that no part of my compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or view expressed in this research report. Besides, I confirm that (a) neither I nor my associates (as defined in the Code of Conduct issued by the Hong Kong Securities and Futures Commission) have dealt in or traded in the stock(s) covered in this research report within 30 calendar days prior to the date of issue of the report; (b) neither I nor my associates serve as an officer of any of the Hong Kong listed companies covered in the report; and (c) neither I nor my associates have any financial interests in the stock(s) covered in the report.

This report is for information only and is not to be construed as an offer to buy or sell securities. While the report is compiled using sources believed to be reliable, we do not guarantee its accuracy or completeness. Neither Core Pacific-Yamaichi International (H.K.) Limited, nor any of the companies of the Core Pacific Group, nor any individuals connected with the Group shall accept legal responsibility arising from the use of or reliance upon the report. Where the applicable law permits, the above-mentioned entities or individuals may have used the research materials before publication or may have positions in, or be materially interested in, any of the securities mentioned in the report.