

股市快訊

2010年2月2日

保利協鑫 (3800.HK)

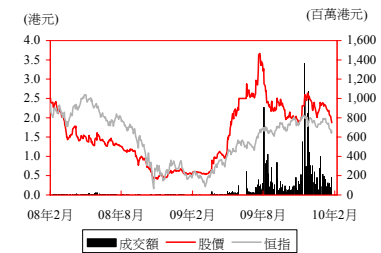
買入價： 1.84 港元
目標價： 2.70 港元
止蝕價： 1.65 港元

摘要

- 保利協鑫為內地領先的多晶硅生產商，早前獲中投以 55 億港元購入約 20% 的股權，合資開發太陽能項目。預期該公司今年的多晶硅產量可達 2.1 萬噸。
- 該公司的生產成本現為每公斤 40 美元，毛利率約 35%。隨著產能提升，其生產成本可望下調至每公斤 25 至 35 美元，而多晶硅價格將轉趨平穩，亦有助其提高毛利率。
- 該公司計劃拓展下游業務：1) 其於內地最大的太陽能光伏電站—徐州光伏電站已率先竣工並實現併網發電；及 2) 於 1 月以 8.54 億人民幣購入內地晶硅供應商高佳太陽能 70.19% 的控股權，前景值得憧憬。
- 該股現價相當於 2010 年度預計市盈率約十倍，較行業平均水平有大幅折讓，建議於 1.85 港元以下買入，目標為 2.70 港元，跌穿 1.65 港元止蝕。

| 表現 (%) | 1 個月 | 3 個月 | 1 年 |
|--------|--------|-------|-------|
| 股價表現 | (17.7) | (1.0) | 260.4 |
| 對比恒生指數 | (10.2) | 5.3 | 203.0 |

保利協鑫—股價、恒指表現及股份資料



| | |
|--------------------------|-----------|
| 收市價—港元 | 1.88 |
| 52週高低價—港元 | 3.84/0.52 |
| 已發行股份—百萬 | 15,471.55 |
| 市值—百萬港元 | 29,550.66 |
| 平均3個月成交—百萬港元 | 220.30 |
| 主要股東—% | |
| Asia Pacific Energy Fund | 32.40 |

來源：彭博及新鴻基金金融

圖 1：盈利摘要

| 截至12月31日止年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 09 年度(預計) |
|---------------|-------|---------|-------|-----------|
| 純利—百萬人民幣 | 58.3 | (266.7) | 131.3 | (3,646.9) |
| 純利增長—% | 115.5 | 不適用 | 不適用 | 不適用 |
| 每股盈利—人民幣分 | 15.0 | (57.0) | 14.0 | (95.7) |
| 每股盈利增長—% | 117.4 | 不適用 | 不適用 | 不適用 |
| 市盈率—倍 | 12.3 | 不適用 | 13.1 | 不適用 |
| 每股股息—人民幣分 | 不適用 | 0.0 | 2.0 | 1.0 |
| 股息率—% | 不適用 | 0.0 | 1.1 | 0.5 |
| 每股帳面值—人民幣 | 313.4 | 2.3 | 2.5 | 1.1 |
| 市帳率—倍 | 0.0 | 0.8 | 0.7 | 1.8 |
| 每股營運現金流量—人民幣分 | 39.6 | 29.4 | 43.6 | (3.7) |
| 淨負債(現金)對股價—% | 不適用 | 150.7 | 166.1 | 12.2 |

來源：彭博及新鴻基金金融；預測數據乃彭博預計數字

梁健兒

tammy.leung@shkf.com
(+852) 2203 9175

讀者可於下列網址參閱所有報告的最新版本：

<http://www.SHKfg.com>
<http://www.im.knowledge.reuter.com>
<http://www.tfibcm.com>
<http://www.securities.com>
彭博編碼： <shkr>

免責聲明

本報告/摘要由新鴻基投資服務有限公司(下稱「新鴻基」)，連同其聯營公司及附屬公司(統稱為「新鴻基金金融集團」)擬備。新鴻基金金融集團與其研究報告/摘要所述公司有業務往來及會向其研究報告/摘要所述公司尋找業務往來。因此，投資者務請垂注，新鴻基金金融集團或會存有利益衝突，可能影響本報告/摘要之客觀性。投資者應純粹視本報告/摘要為作出投資決定的因素之一。有關分析員核證及其他披露事項，請參閱本報告/摘要最後一節披露事項。

圖2：保利協鑫－損益表

| 截至 12 月 31 日止年度 (百萬人民幣) | 05 年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 05-08 年度 年複合增長率 (%) |
|-------------------------|---------|---------|-----------|-----------|------------------------|
| 收入 | 822.8 | 910.0 | 1,844.7 | 3,693.3 | 70.4 |
| 銷貨成本 | (675.8) | (710.8) | (1,482.2) | (3,196.0) | 72.0 |
| 毛利 | 147.0 | 199.3 | 362.4 | 497.3 | 61.5 |
| 經營開支 | (52.1) | (65.0) | (197.4) | (225.3) | 57.6 |
| 其他經營收入 | 22.5 | 28.2 | 72.4 | 147.8 | 76.2 |
| 經營盈利 | 117.4 | 162.5 | 237.5 | 419.8 | 68.6 |
| 融資開支 | (68.3) | (87.1) | (161.5) | (258.7) | 67.8 |
| 除稅前盈利 | 52.6 | 89.2 | (215.8) | 206.9 | 80.6 |
| 稅項 | 0.2 | (3.5) | 4.0 | (27.1) | 不適用 |
| 純利 | 27.0 | 58.3 | (266.7) | 131.3 | 127.5 |
| 每股盈利－人民幣分 | 6.9 | 15.0 | (57.0) | 14.0 | 74.8 |

來源：公司及新鴻基金金融

圖3：保利協鑫－損益表（按年增長）

| 截至 12 月 31 日止年度－% | 05 年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 05-08 年度 年複合增長率 |
|-------------------|--------|-----------|---------|---------|--------------------|
| 收入 | 87.7 | 10.6 | 102.7 | 100.2 | 70.4 |
| 銷貨成本 | 85.0 | 5.2 | 108.5 | 115.6 | 72.0 |
| 毛利 | 101.0 | 35.5 | 81.9 | 37.2 | 61.5 |
| 經營開支 | 42.6 | 24.6 | 203.9 | 14.2 | 57.6 |
| 其他經營收入 | 47.1 | 25.1 | 156.8 | 104.1 | 76.2 |
| 經營盈利 | 126.3 | 38.4 | 46.1 | 76.8 | 68.6 |
| 融資開支 | 109.3 | 27.5 | 85.4 | 60.2 | 67.8 |
| 除稅前盈利 | 170.8 | 69.4 | 不適用 | 不適用 | 不適用 |
| 稅項 | (49.6) | (1,856.3) | (216.4) | (774.0) | 不適用 |
| 純利 | 452.0 | 115.5 | 不適用 | 不適用 | 不適用 |
| 每股盈利 | 360.0 | 117.4 | 不適用 | 不適用 | 不適用 |

來源：公司及新鴻基金金融

圖4：保利協鑫－損益表（共同比）

| 截至 12 月 31 日止年度－% | 05 年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 05-08 年度 平均 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 收入 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 銷貨成本 | (82.1) | (78.1) | (80.4) | (86.5) | (81.8) |
| 毛利 | 17.9 | 21.9 | 19.6 | 13.5 | 18.2 |
| 經營開支 | (6.3) | (7.1) | (10.7) | (6.1) | (7.6) |
| 其他經營收入 | 2.7 | 3.1 | 3.9 | 4.0 | 3.4 |
| 經營盈利 | 14.3 | 17.9 | 12.9 | 11.4 | 14.1 |
| 融資開支 | (8.3) | (9.6) | (8.8) | (7.0) | (8.4) |
| 除稅前盈利 | 6.4 | 9.8 | (11.7) | 5.6 | 2.5 |
| 稅項 | 0.0 | (0.4) | 0.2 | (0.7) | (0.2) |
| 純利 | 3.3 | 6.4 | (14.5) | 3.6 | (0.3) |

來源：公司及新鴻基金金融

圖5：保利協鑫－資產負債表

| 於 12 月 31 日 (百萬人民幣) | 05 年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 05-08 年度 年複合增長率 (%) |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|------------------------|
| 現金及證券 | 95.7 | 186.6 | 804.0 | 413.7 | 30.3 |
| 應收帳款 | 103.7 | 111.0 | 380.5 | 366.0 | 46.7 |
| 存貨 | 36.9 | 42.0 | 126.0 | 258.8 | 72.8 |
| 其他流動資產 | 241.3 | 231.9 | 437.1 | 368.8 | 9.7 |
| 流動資產總值 | 477.6 | 571.4 | 1,747.6 | 1,407.4 | 29.1 |
| 固定資產淨額 | 2,070.9 | 2,294.5 | 4,891.7 | 5,176.2 | 33.7 |
| 其他長期資產 | 33.7 | 481.6 | 227.5 | 485.9 | 126.8 |
| 總資產 | 2,582.2 | 3,347.5 | 6,866.8 | 7,069.5 | 34.7 |
| 短期債務 | 387.5 | 426.3 | 1,511.6 | 1,788.5 | 69.6 |
| 應付帳款 | 32.9 | 39.3 | 139.3 | 109.6 | 39.6 |
| 其他流動負債 | 429.8 | 428.7 | 506.4 | 643.9 | 25.3 |
| 流動負債總額 | 850.1 | 894.4 | 2,157.3 | 2,542.0 | 49.7 |
| 長期債務 | 1,069.3 | 1,923.8 | 1,988.0 | 1,597.2 | 12.4 |
| 其他長期負債 | 3.7 | 9.9 | 84.7 | 106.6 | 143.2 |
| 負債總額 | 1,923.1 | 2,828.1 | 4,230.0 | 4,245.8 | 29.4 |
| 股東權益 | 659.0 | 519.4 | 2,636.9 | 2,823.7 | 45.2 |
| 少數股東權益 | 184.8 | 206.0 | 364.1 | 408.0 | 23.4 |
| 權益及負債總額 | 2,582.2 | 3,347.5 | 6,866.8 | 7,069.5 | 34.7 |

來源：公司及新鴻基金金融

圖6：保利協鑫－資產負債表（共同比）

| 於 12 月 31 日 - % | 05 年度 | 06 年度 | 07 年度 | 08 年度 | 05-08 年度 平均 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| 總資產 | | | | | |
| 現金及證券 | 3.7 | 5.6 | 11.7 | 5.9 | 6.7 |
| 應收帳款 | 4.0 | 3.3 | 5.5 | 5.2 | 4.5 |
| 存貨 | 1.4 | 1.3 | 1.8 | 3.7 | 2.0 |
| 其他流動資產 | 9.3 | 6.9 | 6.4 | 5.2 | 7.0 |
| 流動資產總值 | 18.5 | 17.1 | 25.5 | 19.9 | 20.2 |
| 固定資產淨額 | 80.2 | 68.5 | 71.2 | 73.2 | 73.3 |
| 其他長期資產 | 1.3 | 14.4 | 3.3 | 6.9 | 6.5 |
| 總資產 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 權益及負債總額 | | | | | |
| 短期債務 | 15.0 | 12.7 | 22.0 | 25.3 | 18.8 |
| 應付帳款 | 1.3 | 1.2 | 2.0 | 1.6 | 1.5 |
| 其他流動負債 | 16.6 | 12.8 | 7.4 | 9.1 | 11.5 |
| 流動負債總額 | 32.9 | 26.7 | 31.4 | 36.0 | 31.8 |
| 長期債務 | 41.4 | 57.5 | 29.0 | 22.6 | 37.6 |
| 其他長期負債 | 0.1 | 0.3 | 1.2 | 1.5 | 0.8 |
| 負債總額 | 74.5 | 84.5 | 61.6 | 60.1 | 70.2 |
| 股東權益 | 25.5 | 15.5 | 38.4 | 39.9 | 29.8 |
| 少數股東權益 | 7.2 | 6.2 | 5.3 | 5.8 | 6.1 |
| 權益及負債總額 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

來源：公司及新鴻基金金融

圖7：保利協鑫－主要比率

| 截至12月31日止年度－% | 05年度 | 06年度 | 07年度 | 08年度 | 05-08年度 平均 |
|--------------------|---------|---------|--------|---------|---------------|
| 利潤比率 | | | | | |
| 毛利率－% | 17.9 | 21.9 | 19.6 | 13.5 | 18.2 |
| 經營利潤率－% | 14.3 | 17.9 | 12.9 | 11.4 | 14.1 |
| 淨利潤率－% | 3.3 | 6.4 | (14.5) | 3.6 | (0.3) |
| 平均資產回報率－% | 1.1 | 2.0 | (5.2) | 1.9 | (0.1) |
| 平均股東資金回報率－% | 4.2 | 9.9 | (16.9) | 4.8 | 0.5 |
| 流動資產比率 | | | | | |
| 流動資產／流動負債－倍 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| 速動資產／流動負債－倍 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.2 |
| 現金及證券／流動資產－% | 20.0 | 32.6 | 46.0 | 29.4 | 32.0 |
| 營運現金流量／流動負債－% | 17.9 | 17.2 | 6.4 | 16.7 | 14.5 |
| 其他比率 | | | | | |
| 資本開支／銷售額－% | 58.8 | 32.4 | 14.3 | 9.1 | 28.7 |
| 資本開支／折舊－% | 619.9 | 311.5 | 162.3 | 132.8 | 202.2 |
| 經營開支／銷售額－% | (6.3) | (7.1) | (10.7) | (6.1) | (8.0) |
| 負債淨額／權益－% | 206.5 | 416.5 | 102.2 | 105.2 | 208.0 |
| 存貨／銷售－% | 4.5 | 4.6 | 6.8 | 7.0 | 6.1 |
| 實際稅率－% | (0.4) | 3.9 | 1.9 | 13.1 | 6.3 |
| 現金週轉期－日數 | 41.9 | 44.9 | 48.5 | 45.3 | 46.2 |
| 平均資產回報率分析 | | | | | |
| 收入／平均資產－% | 34.8 | 30.7 | 36.1 | 53.0 | 38.7 |
| 銷貨成本／平均資產－% | (28.6) | (24.0) | (29.0) | (45.9) | (31.9) |
| 毛利／平均資產－% | 6.2 | 6.7 | 7.1 | 7.1 | 6.8 |
| 經營開支／平均資產－% | (2.2) | (2.2) | (3.9) | (3.2) | (2.9) |
| 其他經營收入／平均資產－% | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 2.1 | 1.4 |
| 經營盈利／平均資產－% | 5.0 | 5.5 | 4.7 | 6.0 | 5.3 |
| 融資開支／平均資產－% | (2.9) | (2.9) | (3.2) | (3.7) | (3.2) |
| 除稅前盈利／平均資產－% | 2.2 | 3.0 | (4.2) | 3.0 | 1.0 |
| 稅項／平均資產－% | 0.0 | (0.1) | 0.1 | (0.4) | (0.1) |
| 純利／平均資產－% | 1.1 | 2.0 | (5.2) | 1.9 | (0.1) |
| 平均股東資金回報率分析 | | | | | |
| 收入／平均權益－% | 127.2 | 154.4 | 116.9 | 135.3 | 133.5 |
| 銷貨成本／平均權益－% | (104.5) | (120.6) | (93.9) | (117.1) | (109.0) |
| 毛利／平均權益－% | 22.7 | 33.8 | 23.0 | 18.2 | 24.4 |
| 經營開支／平均權益－% | (8.1) | (11.0) | (12.5) | (8.3) | (10.0) |
| 其他經營收入／平均權益－% | 3.5 | 4.8 | 4.6 | 5.4 | 4.6 |
| 經營盈利／平均權益－% | 18.2 | 27.6 | 15.0 | 15.4 | 19.0 |
| 融資開支／平均權益－% | (10.6) | (14.8) | (10.2) | (9.5) | (11.3) |
| 除稅前盈利／平均權益－% | 8.1 | 15.1 | (13.7) | 7.6 | 4.3 |
| 稅項／平均權益－% | 0.0 | (0.6) | 0.3 | (1.0) | (0.3) |
| 純利／平均權益－% | 4.2 | 9.9 | (16.9) | 4.8 | 0.5 |

來源：公司及新鴻基金融

地址：香港中環添美道1號中信大廈12樓
 電話：(852) 3920 2888
 傳真：(852) 3920 2789
 網址：www.SHKFG.com

研究部

| | |
|----------|------------------------|
| 研究部主管 | 張國銘 |
| 投資分析員 | 侯雯雯 葉海燕, CFA 郁明德 |
| 證券分析員 | 梁健兒 |
| 黃金及外匯分析員 | 賴春梅 |

新鴻基金融研究報告

《每日投資摘要》以日報形式提供我們對各行各業、股票及金融市場的分析，同時亦載有其他類別研究報告的摘要。

《公司報告》是我們對上市公司的見解，主要從下而上的研究方式提供股票分析。

《行業報告》載有我們對特定行業的見解，主要從上而下的研究方式提供股票分析，並能配合《公司報告》擴闊投資者的選股視野。

《投資訊息》提供貼市的上市企業綜合概覽，從現行及未來策略、市場定位、盈利來源及主要投資風險等角度，對企業作出深入剖析。

《股市快訊》為短線投資策略，當中包括因應消息或事件、從圖表或根據技術分析所制定的投資策略。

《股市風向儀》以綜觀角度分析香港股市及個別行業的表現，並就個別行業及行內股份作出回顧。

《股市指南》彙集重要的基本面資料，以便客戶作出投資決定。每份指引均從財務及業務的基本及有利因素層面，提供有關股票的詳細資料。

《技術攻略》以技術分析角度提供短線投資建議，並設定合適的買入及賣出價。

釋義

新鴻基指新鴻基投資服務有限公司，連同其聯營公司及附屬公司，統稱新鴻基金融集團。

披露事項**分析員核證**

梁健兒/吾等謹此證明，本報告/摘要所表達一切意見均準確反映本人/吾等對所述公司及其證券之個人見解。本人/吾等另特此證明，本人/吾等過往、現時或日後之報酬不會直接或間接與本報告/摘要所表達具體建議或見解相關。

分析員出任高級人員或董事：新鴻基金融集團制定政策，禁止旗下分析員、向其匯報之人士或其家族成員出任該名分析員所評述公司之高級人員、董事、董事會顧問成員或僱員。

分析員報酬：有關分析員之報酬以新鴻基金融集團之盈利水平為基礎支付，當中包括投資銀行收益。

其他披露事項

本報告/摘要僅供參考及討論，當中所載任何意見並不構成由新鴻基金融集團任何成員、其董事、代表及/或僱員（不論作為委託人或代理）向他人作出買賣任何證券、期貨、期權或其他融資類工具的要約或招攬。

本報告所論述票據及投資未必適合所有投資者，而本報告/摘要並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、投資經驗、財務狀況或需要。投資者必須按其本身投資目標及財務狀況自行作出投資決定。新鴻基金融集團建議投資者應獨立評估本報告/摘要所論述個別發行商、投資或票據，而投資者應諮詢所需之獨立顧問，以瞭解該等票據/投資及作出適當決定。

投資價值和收入或因利率或外幣匯率變動、證券價格或指數變動、公司經營或財務狀況變動及金融的其他因素而有所不同。本報告/摘要所論述之票據及投資或其相關權利之行使時間或設定期限。過往表現不一定是未來表現之指引。

於本報告/摘要註明之日期，新鴻基及/或其董事可能擁有於本報告/摘要推薦之公司的任何證券或任何證券類別中（不論明示或暗示）權益。此外，新鴻基金融集團之成員、其董事、代表、僱員及聯繫人士及上述人士之家庭成員可能隨時在本報告/摘要所述任何證券中持有長倉或短倉，或可能作為委託人或代理人作出購買或出售、或要約購買或出售、或以其他方式不時在公開市場或其他地方買賣任何上述證券。

新鴻基金融集團與不少發行商有業務往來及/或打算與不少發行商進行業務往來，包括透過提供投資銀行或其他服務。就閱覽本報告/摘要之投資者而言，投資者須假定新鴻基金融集團於先前 12 個月內曾出任本報告/摘要所論述證券之要約的經辦人或聯席經辦人，或於先前 12 個月內向相關發行商提供其他服務，並且已經向或預期將會據此收取報酬。

免責聲明

本報告旨在由獲新鴻基提供本報告者收取，不擬向在有關分發或使用會抵觸當地司法權區或國家法律及規例之任何人士或實體，或使新鴻基金融集團任何成員公司受當地法權區或國家任何監管規定限制之任何人士或實體分發或由其使用。任何管轄有本報告/摘要或打算依賴或根據其所載的資料作出行動之人士或實體，必須確保其本身不受任何對其作出有關行動有所限制或禁止之本地規定所限制。

雖然本報告/摘要資料來自或編寫自新鴻基相信為可靠之來源，惟並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、有效性、時間性或完整性。對於任何依賴本報告/摘要之第三者而言，新鴻基對可商售品質性或對某特定用途的適用性、或對謹慎責任的任何明示或隱含的保證均卸棄責任。本報告/摘要所載資料可隨時變更，而新鴻基並不承諾提供任何有關變更之通知。本報告所載意見及估計反映新鴻基於本報告/摘要註明日期之判斷，並可隨時更改。新鴻基並不承諾提供任何有關變更之通知。

新鴻基或新鴻基金融集團任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方在依賴本報告/摘要內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任，即使新鴻基金融集團在有關作為或不作為發生時已有所知悉亦然。

© 2010 新鴻基。版權所有。未經新鴻基事先明確以書面同意，不得轉載或分發本報告/摘要全部或部分內容。新鴻基不會就第三方據此所作行動負責。