

## 保利協鑫能源 (3800 HK, HK\$2.32, 未評級) - 平均售價和銷量下跌，供過於求持續

- ❖ **平均售價下跌，3Q11 經營業績偏弱。**保利協鑫發佈令市場失望的第三季營運業績，多晶硅及晶圓平均售價比上一季度分別下跌 29% 和 23%。第三季晶圓銷量達 1,089MW，環比下降 7%。因價格和銷量下跌，第三季毛利環比下降 30%。另一方面，多晶硅的成本和晶圓處理成本比上一季度的 US\$20.9/kg 和 US\$0.17/W 分別下降 4% 和 19%。
- ❖ **第四季經營環境可能更壞。**太陽能產品的價格至 11 月仍一路下跌，仍在尋底階段。多晶硅價格達到了 USD28/kg 的新低，而晶圓價格則下跌至 USD0.37-0.40/W。我們相信來自歐盟國家特別是德國的需求減弱，加上去存貨過程尚未完成，多晶硅價格尚有進一步下跌的空間。我們預計多晶硅價格將於明年上半年企穩在 USD25/kg。
- ❖ **產能持續上升。**第三季保利協鑫的多晶硅產能達到 46,000 噸，並將在 2012 年年中升至 65,000 噸。快速的擴張計畫無疑將深化行業產能過剩的問題。然而，產能擴張將使保利協鑫成為世界上最大的多晶硅製造商並享有更大的規模優勢，拉大與其他多晶硅製造商的成本差距。我們相信產能擴張是以短期陣痛來換取長遠利益。
- ❖ **進入系統集成業務。**保利協鑫與中國廣東核電 (CGN) 的太陽能部門簽署框架協議，於山西大同合作開發 1GW 太陽能發電廠。保利協鑫將負責設計、施工和項目管理部分。整個項目預計將在兩年內完成。我們認同保利協鑫的向下游進軍，以抓住十二五期間中國銳意加強太陽能發電廠的建設機遇。我們相信與電力能源企業建立緊密合作關係將是建設太陽能電站的關鍵。對保利協鑫來說與中廣核的合作是一個非常積極的信號。
- ❖ **我們預計市場仍需要 2-3 季來消化過剩庫存，產能過剩問題不會在短期內得到解決。**另外，我們還沒有看到太陽能產品售價見底的跡象。然而基於保利協鑫在行業領先的巨大成本優勢，我們相信該公司將首先擺脫市場低迷。公司現價交易在 9.9 倍 2012 年市盈率。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A  | FY10A  | FY11E  | FY12E  | FY13E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (港幣百萬元)    | 4,944  | 18,472 | 27,168 | 30,885 | 36,739 |
| 淨利潤 (港幣百萬元)    | (150)  | 4,388  | 5,195  | 3,698  | 4,968  |
| 每股收益 (港幣)      | (0.02) | 0.26   | 0.34   | 0.25   | 0.32   |
| 每股收益變動 (%)     | N.A.   | N.A.   | 30.48  | (26.6) | 29.7   |
| 市盈率 (x)        | N.A.   | 11.0   | 6.9    | 9.9    | 7.4    |
| 市帳率 (x)        | 3.1    | 2.7    | 1.7    | 1.5    | 1.3    |
| 股息率 (%)        | 0.0    | 1.8    | 1.8    | 1.6    | 2.2    |
| 權益收益率 (%)      | N.A.   | 29.0   | 27.1   | 16.1   | 18.3   |
| 淨財務杠杆率 (%)     | 27.8   | 51.4   | 34.0   | 67.8   | 44.7   |

來源: 公司及彭博

### 保利協鑫能源 (3800 HK)

|                   |                                  |
|-------------------|----------------------------------|
| 評級                | 未評級                              |
| 收市價               | HK\$2.32                         |
| 目標價               | N/A                              |
| 市值 (港幣百萬)         | 35,893                           |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 312.7                            |
| 52 周高/低 (港幣)      | 5.72/1.67                        |
| 發行股數 (百萬股)        | 15,474                           |
| 主要股東              | Asia Pacific Energy Fund (32.4%) |

來源: HKE, 彭博

### 股價表現

|     | 絕對     | 相對     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -5.7%  | -1.7%  |
| 3 月 | -23.4% | -21.1% |
| 6 月 | -41.4% | -29.4% |

來源: 彭博

### 過去股價



來源: 彭博

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 買入  | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%       |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級                 |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。