



公司报告

保利协鑫 (3800 HK)

2013年3月15日

公司评级: 卖出 目标价: HK\$1.50

主要数据

股价 (HK\$)	1.86
上行空间 (%)	-19.4
52 周高/低(HK\$)	2.66 / 1.11
发行股数 (百万)	15,476
市值 (HK\$百万)	28,785
30-天平均成交额(HK\$ 百万)	490.1
审计师	德勤
大股东 (%): Zhu Gong Shan*	32.4
China Investment Corp	20.1

来源: 公司和彭博

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(6.1)	(3.6)
3 个月	25.7	25.6
6 个月	48.8	31.9

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisaee@abci.com.hk

管理层电话会议摘要

剔除 HK\$12 亿减值损失, 集团 2012 财年的业绩基本符合市场预期。过去三个月, 受到利好政策的推动其股价反弹了 25%, 但是我们认为这一上升幅度不仅反应了 2014 年业绩的扭亏, 也过度反应了政策的利好。根据 NBV 每股 HK\$1.0 和 1.5 倍 FY13 PB, 我们设立目标价 HK\$1.5。1.5 倍 PB 比过去两年平均的 PB 估值折让了 20%, 鉴于其要等到 2014 年才能实现盈利, 我们认为该估值水平是合理的。

业绩符合预期: 2012 财年, 保利协鑫录得收入 HK\$22,348 百万, 同比下降 12.3%, 而利润上则亏损了 HK\$3,515.4 百万 (2011 财年净利润 HK\$4,274.9 百万, 2012 财年上半年亏损 HK\$330.3 百万), 主要由于 HK\$12 亿的固定资产和商誉减值损失, 令其利润比市场预期低 194%。但总体而言, 当剔除非现金的减值损失, 其业绩符合市场预期。

太阳能电站的利润贡献令人失望: 太阳能电站确保了部分集团生产的硅片的销量, 亦是其新的收入增长点。但我们对该业务的低利润率比较失望。2012 财年的下半年, 集团向美国销售了 140MW 太阳能电站, 取得收入 HK\$2,652 百万, 但是利润却只有 HK\$28 百万, 即利润率为 1.05%。截至 2012 年底, 集团有 327MW 太阳能电站项目在海外处于建设之中, 但是鉴于上述提及的低利润率, 我们认为这部分业务在 2013 年贡献的利润会很少。此外, 集团计划在 2013 年完成 300-500MW 太阳能电站, 但我们预计其要直到 2014 财年第一个季度才能贡献收入。我们估计 300 MW 本土太阳能电站项目的 IRR 为 8%, 给集团贡献收入 HK\$825 百万。

行业前景: 近期股价反弹主要受到政策推动。首先 NEA 计划提高太阳能光伏的安装量, 其次市场预期中国会在 4 月 5 日前对进口多晶硅征收反倾销税。但我们认为产能过剩和中国同其主要贸易伙伴之间的摩擦将持续困扰行业。因此, 我们认为 2013 年多晶硅价格上升空间有限。

估值: 其目前估值为 1.80 倍 FY12 PB, 我们认为该估值不仅反应了 2014 年业绩的扭亏, 也过度反应了政策的利好。根据 NBV 每股 HK\$1.0 和 1.5 倍 FY13 PB, 设立目标价 HK\$1.5。1.5x PB 比过去两年平均 PB 折让 20%, 鉴于其要等到 2014 年才能实现盈利, 我们认为该估值合理。

业绩和估值

财年截至 31/12	FY10	FY11	FY12	FY13F	FY14F
收入 (HK\$ 百万)	18,471	25,505	22,348	22,281	23,868
同比变化 (%)	273.7	38.1	-12.4	-0.3	7.1
净利润 (HK\$百万)	4,023	4,274	(3,515)	(666)	878
同比变化 (%)	-	6.2	-182.2	-81.1	-231.8
FD EPS (HK\$)	0.2589	0.2731	(0.2249)	(0.0426)	0.0562
同比变化 (%)	-	5.4	-182.3	-81.0	-231.8
NBV (HK\$/股)	1.0438	1.3294	1.0474	1.0043	1.0610
PE (x)	-	6.81	-	-	33.11
PB (x)	-	1.40	1.78	1.85	1.75
ROAA (%)	12.10	7.93	-5.01	-0.90	2.34
ROAE (%)	27.19	21.64	-16.37	-3.78	9.70
净负债率(%)	41.9	101.2	157.7	157.9	168.7

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183