興業太陽能 (750 HK)

中國 / 清潔能源 / 公司報告

更充沛訂單反應前景轉佳

- 5 億元的海外訂單保障幕牆業務盈利穩步增長
- 自有光伏電廠可產生強勁經常性現金流
- 預計 15 年度實現 500 兆瓦 EPC 訂單，毛利率升至 28%

目標價： 16.7 港元
原目標價： 19.1 港元
收市價： 13.0 港元
潛在回報： +28.5%

維持買入

2015 年 4 月 10 日

Luann Luo 羅菁
Tel: 852 2826 0011
luann.luo@cpy.com.hk

京華山一
Core Pacific - Yamaichi

預期修訂 (%)

年結 31/12	15F	16F
收入調整	-11.8	-13.9
純利調整	-16.5	-8.7
每股收益調整	-19.8	-12.2

股票資料

12 個月高/低位（港元）	15.28/9.33
30 天日均成交（百萬）	6.66
發行股份（百萬）	696.21
市值（百萬港元）	9,050.73
主要股東 (%佔比)	Strong Eagle（35%）

財務數據

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F
營業額 (百萬元人民幣)	4,151	5,011	6,963	7,921
增幅 (%)	34.0	20.7	39	14
純利 (百萬元人民幣)	490	465	756	946
增幅 (%)	49	-5	63	25
每股收益 (港元)	0.74	0.63	1.03	1.28
增幅 (%)	42	-14	63	25
市盈率 (倍)	14.02	16.47	10.13	8.10
市帳率 (倍)	0.04	0.07	0.10	0.13
息率 (%)	0.39	0.64	0.99	1.23

資料來源：彭博
** 純利和每股盈利不包括 1.16 億元人民幣的公允值收益*
資料來源：京華山一預測

最新發展

我們將興業太陽能（750 HK）的目標價調低至 16.7 港元。

催化劑

- **5 億元的海外訂單保障幕牆業務盈利穩步增長。**管理層計劃該業務 15 年度增長超過歷史水平，因公司手頭仍有 5 億元人民幣未交付海外訂單（港澳和馬來西亞等），其中 3 億元人民幣將於今年入帳。我們預期幕牆收入將在 15/16 年度穩步增長 22%/20%，亦是近五年來最快增幅。
- **自有光伏電廠可產生強勁經常性現金流。**興業目前經營 170.8 兆瓦的自有光伏電廠。管理層計劃在 6 月底前再投產 103 兆瓦，並在今年投資 300 兆瓦產能。我們認爲自有光伏項目是公司主要增長點，並預測光伏發電收入將從 14 年度的 5,160 萬元人民幣增長到 15/16 年度的 2.35 億及 3.49 億元人民幣。
- **預計 15 年度取得 500 兆瓦 EPC 訂單，毛利率升至 28%。**我們預期公司將在 15 年度取得 500 兆瓦的 EPC 訂單，因其在三月底以前已有 230 兆瓦的 EPC 訂單量，其中 100 兆瓦在建。我們認爲分佈式能源項目訂單比重加大以及公司獨家項目承包權或許有助該業務的利潤率在 15 年度企穩於 28%。在現有 230 兆瓦光伏未交付 EPC 訂單中，分佈式/地面項目各佔 50%，相比 14 年度的 20%/80%。

投資觀點

我們將興業 15/16 年度純利預測調低 16.5%/8.7%，以計入以下假設：（1）可再生能源業務收入調低 8.7%/12.9%，因分佈式發電市場發展較預期緩慢；（2）光伏 EPC 業務的毛利率低於指引，15/16 年度爲 28%；（3）雖然管理層計劃新材料業務收入增長 2 至 3 倍，但市場需求仍存在不確定性。我們將目標價調低至 16.7 港元，相等於 15 年度市盈率 13.0 倍，相比保利協鑫（3800 HK）的 13.4 倍及信義光能（968 HK）的 16.1 倍。我們承認大多數投資者擔心 EPC 增長和盈利能力較指引緩慢，但預期 15 年度目標完成情況將有所改善。考慮到（1）政府計劃今年光伏 EPC 產能大幅擴張 70%；及（2）公司在去年底已累計充沛訂單，我們決定維持**買入**評級。同時，我們認爲較 14 年增長更快的幕牆業務以及自有電廠的經常性收入貢獻或許有助進一步改善公司 2015 年前景。

免責聲明：本報告純粹作為參考資料而不可視為要約購買或出售證券，雖然在編制本報告時常使用了一些相信其來源可靠的資料，但京華山一國際(香港)有限公司(“京華山一”)並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一亦有權更新或更改任何資料而不另行通知。京華山一、京華集團的任何公司以及與之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任何法律責任。本報告的版權屬京華山一所有，未經京華山一書面同意，任何人不得因任何用途擅自複印或發布全部或部份內容。撰寫本報告的作者均屬證監會持牌代表，此等人仕保證本報告的觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。京華山一、京華集團的任何公司及其董事及僱員可能就本報告所涉及的任何證券持倉及進行交易，亦可能與客戶持相反的位置。

2015 年增長前景轉佳

5 億元的海外訂單保障幕牆業務盈利穩步增長。乘著政府持續加大對環境工程的投入，興業的幕牆和綠色建築等傳統業務在 14 年度增長 16.8%至 18.6 億元人民幣。管理層計劃該業務 15 年度增長超過歷史水平，因公司手頭仍有 5 億元人民幣未交付海外訂單（港澳和馬來西亞等），其中 3 億元人民幣將於今年入帳。我們預期幕牆收入將在 15/16 年度穩步增長 22%/20%，亦是近五年來最快增幅。

自有光伏電廠可產生強勁經常性現金流。興業目前經營 170.8 兆瓦的自有光伏電廠。管理層計劃在 6 月底前再投產 103 兆瓦，並在今年投資 300 兆瓦產能。我們認爲自有光伏項目是公司主要增長點，並預測光伏發電收入將從 14 年度的 5,160 萬元人民幣增長到 15/16 年度的 2.35 億及 3.49 億元人民幣。

年初至今已取得 230 兆瓦的光伏 EPC 訂單。雖然 14 年度光伏 EPC（包括光伏建築一體化系統、屋頂太陽能系統和地面太陽能系統）的業務量較預期爲低，但 15 年度計劃卻頗爲進取，爲 600 兆瓦。管理層認爲去年 EPC 增長不理想在於其他項目組織者的低效，而今年公司已自主整合大多數項目資源，因此項目增長應有所加快。我們預期 15 年度 EPC 訂單量可達 500 兆瓦，基於（1）公司在三月底以前已有 230 兆瓦的 EPC 訂單量，其中 100 兆瓦在建；及（2）政府計劃今年光伏 EPC 產能大幅擴張 70%.

分佈式項目增多，光伏 EPC 的毛利率將升至 28%。光伏 EPC 的盈利能力令大多數投資者顧慮，因該業務的毛利率從 12/13 年度的 35.5%/29.5%降低至 14 年度的 26.7%。然而，我們認爲分佈式能源項目訂單比重加大以及公司獨家項目承包權或許有助 該業務的利潤率在 15 年度企穩於 28%。在現有 230 兆瓦光伏未交付 EPC 訂單中，分佈式/地面項目各佔 50%，相比 14 年度的 20%/80%。

預計新材料業務 15/16 年度增長 80%/60%。雖然管理層計劃新材料業務收入增長 2 至 3 倍，因公司年初以來已鎖定 5,000 萬元人民幣的銦錫氧化物覆膜銷售額。同時，管理層預期新材料業務的毛利率可達 50%，因新材料可較同類產品節省約三分之一的成本。然而，由於市場需求仍存在不確定性，我們保守地預期該業務 15/16 年度增長 80%/60%。

*表 1：*主要參數和京華山一預測

	FY14	FY15F 指引	FY15F 京華山一預測
傳統業務			
- 幕牆業務收入	16.8%	20% plus	22%
可再生能源業務			
- 光伏 EPC 業務量(兆瓦)	240	600	500
- 光伏 EPC 毛利率(%)	26.7%	30%	28%
- 自建產能(兆瓦)	170.8	210.3	210.3
- 新投資產能(兆瓦)	103	300	250
-電力銷售(百萬人民幣)	51.6	200	235
新材料業務			
- 分部收入增長	25%	2-3x	80%
- 分部毛利率	32.4%	50%	32%

資料來源：公司數據及京華山一

合併損益賬（百萬人民幣）

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
收入	3,098	4,151	5,011	6,963	7,921
傳統業務	1,484	1,598	1,867	2,278	2,733
再生能源業務	1,594	2,517	3,100	4,605	5,059
新材料業務	20	36	45	81	129
毛利	749	988	1,049	1,668	1,895
銷售及分銷開支	(61)	(76)	(89)	(125)	(143)
行政開支	(145)	(155)	(160)	(223)	(253)
折舊開支	(52)	(64)	(111)	(139)	(158)
其它收入及收益	18	71	228	111	223
其它開支	(3)	(34)	(102)	(112)	(127)
經營溢利	505	731	815	1,180	1,436
財務成本，淨值	(85)	(104)	(231)	(209)	(221)
稅前盈利	420	627	584	971	1,215
所得稅	(93)	(136)	(114)	(214)	(267)
當年盈利	326	490	466	757	947
少數股東權益	(2)	0	1	0	0
純利	328	490	465	756	946

合併資產負債表 （百萬人民幣）

於 12 月 31 日	2012	2013	2014	2015F	2016F
總資產	4,064	6,301	8,209	9,841	11,117
非流動資產	1,697	2,834	3,792	5,125	6,191
物業、廠房及設備，淨值	1,638	2,775	3,553	4,913	5,955
無形資產	3	2	2	2	2
預付款	8	7	193	139	158
可供出售權益	30	29	12	29	29
遞延稅資產	18	21	33	42	48
流動資產	2,366	3,467	4,417	4,716	4,925
存貨	63	77	115	118	135
建築合約	49	118	284	362	436
應收款	1,281	1,801	2,192	2,437	2,772
其它流動資產	275	576	924	1,045	1,188
現金及現金等價物	698	895	901	754	394
總負債	2,212	3,702	4,252	5,178	5,583
流動負債	1,634	2,378	2,791	3,407	3,572
短期貸款	917	870	988	900	720
應付款	515	1,293	1,284	1,811	2,060
其它應付款及應計費用	175	183	314	418	475
應付稅款	26	33	205	279	317
非流動負債	578	1,323	1,461	1,771	2,011
長期貸款	289	681	935	1,235	1,475
遞延稅負債	58	87	87	87	87
遞延收入	230	555	439	450	450
總權益	1,852	2,599	3,141	3,847	4,717
股東權益	1,845	2,599	3,140	3,847	4,718
股本	43	46	46	46	46
儲備	1,767	2,504	3,044	3,725	4,577
派息	36	49	49	76	95

合併現金流量表 （百萬人民幣）

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營現金流	103	548	164	1,362	1,103
稅前盈利	420	627	584	971	1,215
折舊及攤銷	52	64	111	139	158
運營資金變動	(361)	(112)	(648)	256	(224)
淨財務成本	85	104	231	209	221
支付稅項	(93)	(136)	(114)	(214)	(267)
投資現金流	(825)	(972)	(1,419)	(1,646)	(1,428)
資本開支	(336)	(1,292)	(1,500)	(1,500)	(1,200)
其它資產變動	(404)	425	312	63	(7)
收取利息	(85)	(104)	(231)	(209)	(221)
自由現金流	(233)	(745)	(1,336)	(138)	(97)
融資現金流	1,104	595	1,146	137	(35)
股權融資	599	300	8	-	-
負債變動	541	344	1,187	212	60
支付股息	(36)	(49)	(49)	(76)	(95)

財務摘要

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
增幅（%）					
營業額	28.7	34.0	20.7	39.0	13.8
經營利潤	24.8	44.6	11.5	44.8	21.7
純利	12.5	49.4	(5.1)	62.5	25.1
每股盈利	-	41.6	(14.2)	62.5	25.1
利潤率（%）					
經營利潤率	16.3	17.6	16.3	16.9	18.1
純利潤率	10.6	11.8	9.3	10.9	11.9
其他（%）					
實際稅率	22.2	21.7	19.5	22.0	22.0
實際利率	9.1	7.6	10.7	7.6	7.6
派息比率	10.9	10.0	8.0	10.0	10.0
股本回報率	19.5	22.0	16.2	21.7	22.1
資產回報率	9.5	9.5	6.4	8.4	9.0
淨負債率	39.8	45.4	59.6	55.0	53.7

資料來源：公司數據及京華山一

推薦定義：
對於股票建議：
買入：未來 12 個月預期回報達 15%或以上。
觀望：未來 12 個月預期回報於 15%和-5%之間。
沽售：未來 12 個月潛在下行空間超過 5%。

本人，羅菁，爲該研究報告之作者及香港證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）之第四類受規管活動持牌人士。本人在此聲明，該研究報告中的觀點均爲本人對提及的證券及發行者的真正看法，而本人所得之補償與該研究報告中所述之觀點無任何直接或間接的關係。除此之外，本人在此確認（a）本人或本人之有聯繫者，並非本人在該研究報告中所評論的上市法團的高級人員；及（b）本人或本人之有聯繫者，對本人在該研究報告中所評論的股票無任何財務權益。