

## 兴业太阳能 [0750.HK]

### 股价已反映业绩疲弱的负面因素；预期装机将会复苏，重申买入评级

虽然兴业的2014年业绩在EPC工作量和利润率方面均逊于预期，但我们维持对该股正面看法，因为我们相信中国装机的强劲增长（由政策驱动）将推动兴业今年的EPC工作量增长。管理层今年的EPC工作量目标为600MW，而现时已确认了230MW的订单。在另一方面，管理层设下太阳能发电场新增装机目标为300MW，该目标代表着2015年底的产能将增长一倍（与现时相比）。我们相信，以上因素均有助公司盈利于今年复苏。我们已预期今年的太阳能EPC业务利润率将下降，相信这将提供一些安全边际。我们将2015/2016年盈利预测下调5%/8%，目标价由13.30港元下调至12.60港元，基于9倍的2015年目标市盈率（维持不变）。公司股价在昨日回落后，现时的2015年市盈率为7.6倍，我们认为这显示疲弱的业绩已大致被反映。重申买入评级。

- 2014年盈利低于预期...** 兴业实现盈利5.85亿元人民币（同比增长19%），然而该盈利包括了几个一次性项目。在(1)减去可换股债券转换权的公允价值变动收益和(2)加回3,770万元人民币的非现金利息费用和(3)加回一些总值1,670万元人民币的一次性支出后，公司的核心盈利为5.23亿元人民币（同比增长6.6%），这较我们/市场预测低16%/21%。此外我们注意到，公司的业绩计及了金太阳项目出售收益5,850万元人民币（计算方法：1.312亿元人民币的递延收入减去7,270万元人民币的出售损失）。如果没有这个项目，核心盈利将会更低。业绩疲软主要由于(1)2014年太阳能EPC工作量意外地仅为240MW（同比持平），(2)2014年下半年幕墙收入下降，(3)2014年下半年平均毛利率下降2.4个百分点至20.5%。
- .....但EPC工作量上升将推动盈利在2015年恢复增长。** 管理层预计全年太阳能EPC工作量目标为600MW，而当中一半将在2015上半年完成，余下的将在2015下半年完成。而大约100MW将是海外项目。在公司目前的手头订单230MW中，50%为分布式发电项目，而50%为地面电站发电项目。我们的看法相对保守，我们的模型只假设2015/2016年太阳能EPC项目装机量为550MW/600MW。
- 利润率收缩。** 公司各项业务的毛利率在2014年收窄。管理层表示，这是由于一些太阳能EPC项目附加值较低所致。管理层预计太阳能EPC项目毛利率将在今年反弹至30%（2014年为26.7%）。然而，我们对公司利润率的复苏维持谨慎态度，并预测太阳能EPC项目的毛利率将在2015至2016年间进一步下跌1个百分点。
- 2015年底太阳能发电场规模将倍增。** 截至2014年中期，兴业拥有273.8MW的自主开发项目（金太阳分布式发电项目：90.8MW；地面发电站项目：183MW）。而2014年新增的太阳能发电站项目共计130MW，预计到2015年6月底投入运作。兴业目标今年增加新产能300MW。公司今年的太阳能项目资本支出预算为21亿元人民币左右，公司将通过银行借款或合营获得资金。兴业的中期目标是拥有地面发电站项目，但可能会继续出售其拥有的金太阳项目，以求产生最佳的现金流。
- 风险：**（1）政策风险；（2）利润率受压；（3）传统业务增长放缓；（4）负债比率上升。

## 太阳能行业

### 买入

(不变)

收盘价：10.60港元（2015年3月31日）

目标价：12.60港元（+19%）

#### 股价表现



市值	9.52亿美元
已发行股数	6.96亿股
核数师	Ernst & Young
自由流通量	65%
52周交易区间	9.41-15.28港元
三个月日均成交量	770万港元
主要股东	刘红维 (35%)

#### 冯键嵘, CFA — 分析员

(852) 3698-6319

[waynefung@chinastock.com.hk](mailto:waynefung@chinastock.com.hk)

#### 王志文, CFA — 研究部主管

(852) 3698-6317

[cmwong@chinastock.com.hk](mailto:cmwong@chinastock.com.hk)

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本价值的 1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书而批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 35 楼 3501-07 室 电话: 3698-6888