



行业名称 (新能源)

兴业太阳能 (0750.HK)

被低估的光伏 EPC 龙头

评级: **增持**

当前价格 (元): 11.38

2015.04.09

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.72-15.28
当前股本 (百万股)	696
当前市值 (百万元)	6850

	洪荣华 (分析师)	谷琦彬 (分析师)	刘骁 (分析师)
	021-38675854	010-59312711	010-59312823
	hongronghua@gtjas.com	guqibin@gtjas.com	liuxiao009336@gtjas.com
证书编号	S0880514080002	S0880513050004	S0880512040002

本报告导读:

公司 EPC 业务受益于国内装机高增长, 将进入爆发期; 传统幕墙加工和绿色建筑业务维持稳健增长。相比 a 股可比光伏 EPC/运营商, 公司估值优势突出。

摘要:

- **首次覆盖, 增持评级。**基于 EPC/BOT 项目的快速增长和幕墙加工及绿色建筑业务海外市场的拓展, 我们预计公司将维持稳健的增长, 预计 2015-2017 年 EPS 为 1.12\1.26\1.39 元 (不考虑可换股债券带来的摊薄), 对应 2015-2017 年 PE 为 10/9/8 倍。2015-2016 年 a 股可比光伏 EPC/运营商的平均 PE 为 35 和 24 倍, PB 为 5.2 倍。而公司目前股价对应 2015 年 PE 10 倍, PB 2.2 倍, 仅为 a 股可比公司平均估值的 1/3, 估值优势明显。基于公司的竞争力和估值优势, 给予增持评级。
- **受益国内装机高增长, 公司 EPC 业务将进入爆发期。**3 月 17 日国家能源局下发文件, 2015 年光伏新增建设规模 17.8GW (+78%), 大路线提前发放, 项目储备更加充裕, 有利于光伏 EPC 和运营商兑现装机目标。公司在手 EPC 项目储备超过 300MW, 计划 2015 年新增 EPC 项目 600MW, 包括 300MW 分布式和 300MW 地面电站, 我们认为兑现的确定性较强。同时, 2015 年 EPC 项目的路线和项目资源主要由公司获取和开发, 毛利率会提高到 30% 左右。
- **持有部分电站运营, 增长持续性更强。**2014 年公司持有 170.8MW 电站, 已开发但未完工 103MW 电站有望于 2015 年中期并网。公司计划 2015 年新增 300MW 电站, 到 2015 年底并网项目有望接近 600MW。除了 90.8MW 金太阳项目会考虑出售, 其他优质电站倾向于持有运营。公司开始转型做运营是一个积极的变化, 兼顾短期和中长期收益。
- **受益一带一路, 海外市场快速增长。**幕墙加工的海外订单高速增长, 目前已拿到 5 亿元海外订单, 分布在香港、澳门、澳大利亚和马来西亚等地区, 预计传统幕墙和绿色建筑业务 2015 年仍将维持 15% 以上的增速。光伏 EPC 业务在 2015 年也将布局海外市场 (如中亚和东亚市场), 打开了优质项目渠道来源。
- **风险提示。**EPC 竞争激烈导致盈利能力下降, 光伏新增装机不达预期

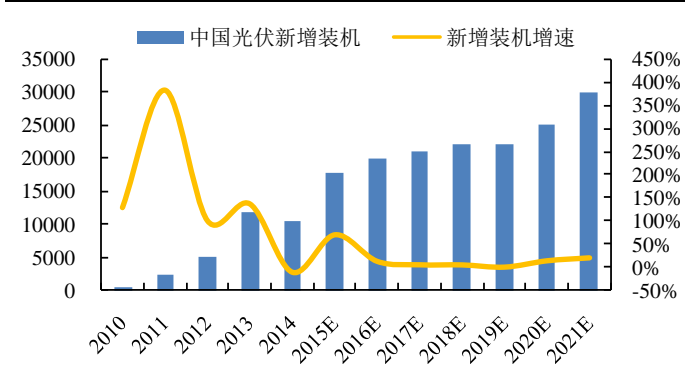
财务摘要 (百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3101	4151	5245	7451	9105	9855
(+/-)%	28.80%	33.85%	26.34%	42%	22%	8%
净利润	328.64	491	584	783	875	971
(+/-)%	12.99%	49.28%	19.1%	34%	12%	11%
EPS (摊薄前)	0.52	0.74	0.84	1.12	1.26	1.39
PE	21.9	15.4	13.6	10.2	9.0	8.2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 受益国内装机高增长,公司 EPC 业务将进入爆发期

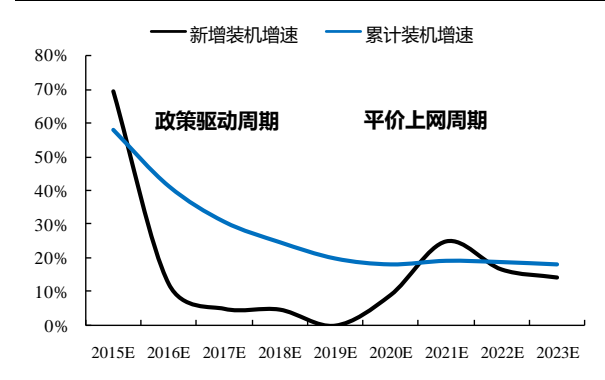
2015 年国内光伏装机有望冲击 17.8GW 目标。3 月 17 日国家能源局下发文件, 2015 年光伏新增建设规模 17.8GW (同比增长 78%), 显著超过 2015 年 1 月讨论意见稿提出的 15GW 目标, 再次表明政府支持光伏决心。政策对分布式规模不做限定, 各地可灵活调配; 加强项目监测和考核, 4 月底大路条有望落地; 给予光伏扶贫省份 1.5GW 指标, 地面分布式将快速上量, 可再生能源配额制落地将驱动行业冲击 17.8GW 目标。

图 1、2015-2021 年国内光伏新增装机预测



数据来源: 国家能源局, 国泰君安证券研究

图 2、2015-2016 年光伏将维持较高新增装机增速



数据来源: 国家能源局, 国泰君安证券研究

表 1: 2015 年光伏发电建设实施方案

序号	地区	2015 年新增装机规模 (GW)	光伏扶贫项目规模 (GW)
	全国	17.8	1.5
1	河北	1.2	0.3
2	山西	0.5	0.2
3	内蒙古	0.8	
4	辽宁	0.3	
5	吉林	0.3	
6	黑龙江	0.3	
7	江苏	1	
8	浙江	1	
9	安徽	1	
10	福建	0.4	
11	江西	0.6	
12	山东	0.8	
13	河南	0.6	
14	湖北	0.5	
15	湖南	0.4	
16	广东	0.9	
17	广西	0.35	
18	海南	0.2	
19	四川	0.6	
20	贵州	0.2	
21	云南	0.6	
22	陕西	0.8	

23	甘肃	0.5	0.25
24	青海	1	0.15
25	宁夏	1	0.2
26	新疆	1.3	
27	兵团	0.5	

数据来源：国家能源局，国泰君安证券研究

国内光伏 EPC 龙头，厚积而薄发。公司于 2007 年首次进入光伏 EPC 市场，通过传统幕墙业务与建筑所有者和开发商建立广泛联系，积累了大量的项目资源，在光伏 EPC 领域有较强的竞争力。受益于金太阳示范工程，EPC 业务过去 5 年实现年均 40% 左右的增长，2013 年 EPC 业务收入已超过传统幕墙及绿色建筑业务。

图 3、公司有丰富的光伏 EPC 项目经验

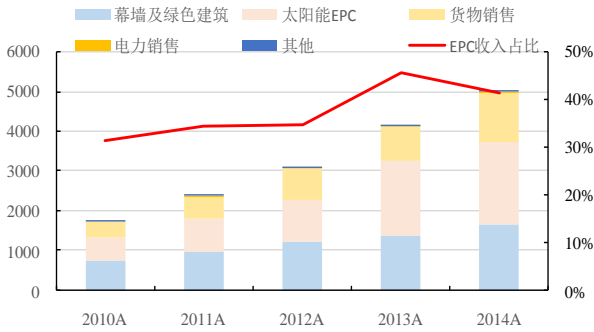


数据来源：公司公告

2015 年光伏 EPC 有望迎来翻倍以上增长。2014 年由于项目工程推迟，EPC 只兑现了 240MW。公司计划 2015 年新增 EPC 项目 600MW，包括 300MW 分布式和 300MW 地面电站，我们认为兑现的确定性较强。逻辑：（1）由于年初能源局制定 17.8GW 装机目标，路条提前发放，项目储备更加充裕；（2）公司在手 EPC 项目储备超过 300MW，主要分布在广东、山东、河北、江苏、陕西、辽宁等地区，资源储备充足。

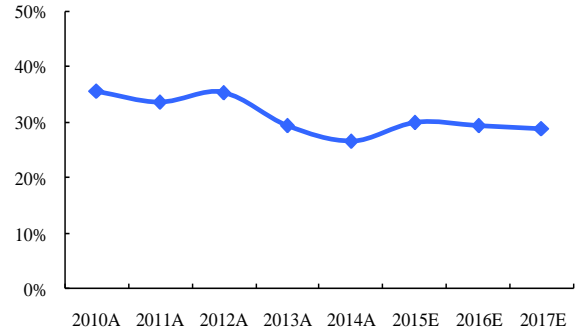
预计 EPC 盈利能力将企稳回升。2014 年部分电站项目工期延误影响毛利率，2015 年 EPC 项目的路条和项目资源主要由公司获取和开发，毛利率会提高到 30% 左右。

图 4、光伏 EPC 占收入比重达 40-50%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5、预计 2015 年 EPC 业务毛利率企稳回升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 持有部分优质电站运营，增长持续性更强

由纯 EPC 工程商转“EPC+运营”。截止 2014 年底，公司持有 170.8MW 电站（80MW 地面电站和 90.8MW 金太阳项目），2014 年开发但未完工的 103MW 电站有望在 2015 年中期并网。公司计划 2015 年再新增 300MW 电站，到 2015 年底并网项目有望接近 600MW。除了 90.8MW 金太阳项目会考虑出售，其他优质电站倾向于持有运营。假设公司到 2015 年底持有 500MW 电站运营，不考虑 2016 年新增电站的贡献，存量电站在 2016 可贡献 1.5 亿元以上净利润。

我们认为，光伏运营利润稳定，以保有量增长为核心的电站运营的增速高点会晚于以新增量为核心的 EPC，运营商的增长持续性更强。公司开始转型做运营是一个积极的变化，兼顾了短期和中长期收益。

表 2、国内光伏运营商新增项目规划

	2013 新增 (MW)	2014 新增 (MW)	2015 计划新增 (MW)
林洋电子	0	150	340
彩虹精化	0	150	600
拓日新能		70	320
爱康科技	105	400	800
上海电力		500	500
华北高速	12	80	400
江苏旷达	50	100	400
京运通	130	170	500
亿晶光电	0	100	/
顺风光电	890	1750	3000
联合光伏	530	750	1000

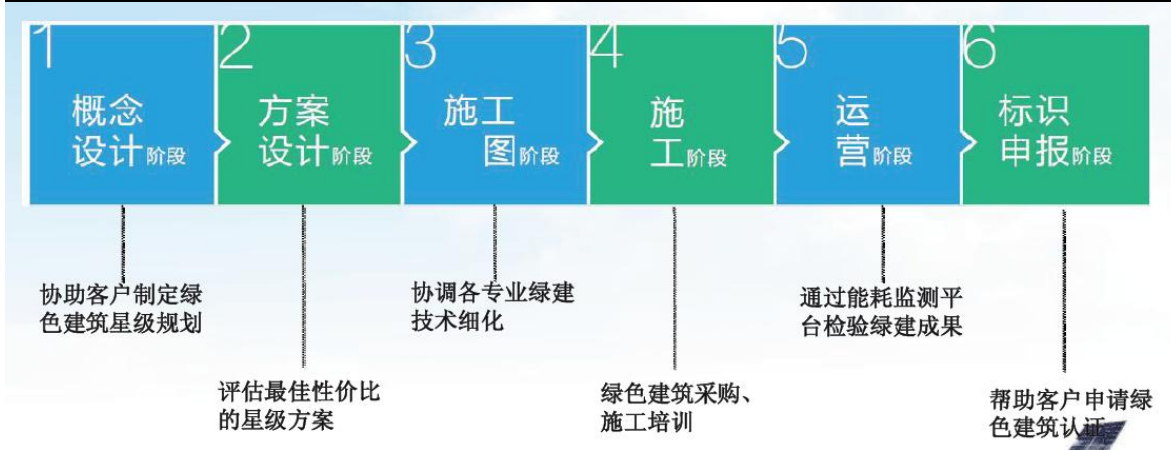
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 幕墙及绿色建筑业务稳健增长，受益一带一路

公司的幕墙业务专注于公共工程、工商楼宇幕墙建设，在建筑幕墙领域拥有丰富的承建经验，过去几年维持稳健的增长，由于光伏 EPC 业务的快速增长，幕墙和绿色建筑收入占比由 2010 年的 43% 下降至 2014 年的 33%，毛利率相对稳定，维持在 15-16%。绿色建筑能通过节能和自动化

控制减少传统能源利用(每平方米电耗为传统建筑的 1/3),发展前景较好,由于国内已实施多项绿色建筑的扶持计划,公司将重心转向绿色建筑领域以寻求新的机会。2014 年幕墙和绿色建筑收入 16.8 亿元(+22%),我们预计 2015 年仍将维持 15%以上的增速。

图 6、绿色建筑业务推广流程



数据来源: 公司公告

幕墙和光伏 EPC 受益一路一带,海外市场快速增长。公司幕墙加工业务的海外订单高速增长,目前已拿到 5 亿元海外订单,分布在香港、澳门、澳大利亚和马来西亚等地区。此外,公司的光伏 EPC 业务在 2015 年也将布局海外市场(如中亚和东亚市场),打开了优质项目渠道来源。

4. 相比 A 股光伏公司,有显著的估值优势

首次覆盖,给予增持评级。基于 EPC/BOT 项目的快速增长和传统幕墙及绿色建筑业务海外市场的拓展,我们预计公司将维持稳健的增长,预计 2015-2017 年 EPS 为 1.12\1.26\1.39 元(不考虑可换股债券带来的摊薄),对应 2015-2017 年 PE 为 10/9/8 倍。2015-2016 年 a 股可比光伏 EPC/运营商的平均 PE 分别为 35 和 24 倍, PB 为 5.2 倍。而公司目前股价对应 2015 年 PE 10 倍, PB 2.2 倍,仅为 a 股可比公司平均估值的 1/3,估值优势明显。

表 3、兴业太阳能的估值远低于 A 股可比光伏公司

公司	PE				PB
	2013A	2014E	2015E	2016E	
东方日升	86	75	36	21	2.8
海润光伏	(61)	40	24	18	3.2
阳光电源	58	65	42	30	9.1
中利科技	78	52	29	22	3.6
航天机电	120	98	37	27	4.6
爱康科技	997	90	37	22	4.7
拓日新能	530	155	57	34	4.8
林洋电子	41	35	26	21	5.2
中天科技	24	23	19	15	2.0
江苏旷达	71	58	40	27	5.4

彩虹精化	153	117	52	31	16.6
华北高速	29	28	20	17	1.8
精工钢构	46	42	29	21	3.7
平均	167	67	35	24	5.2
兴业太阳能	15.4	13.6	10.2	9.0	2.2

5. 风险提示

EPC 竞争激烈导致的盈利能力下降。目前进入光伏 EPC 领域的公司越来越多，存在利润下降的风险。

国内光伏新增装机大幅低预期。目前市场预期 2015 年新增 17.8GW 光伏装机，最大的变数在于屋顶分布式装机是否能顺利兑现。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		