

买入 (维持)

兴业太阳能 (0750.HK)

目标价: 15.46 港元
现价 : 11.38 港元

2015 年“整合资源”模式拓展 EPC 业务

预期升幅: 35.9%

主要财务指标

市场数据

报告日期	2015.04.02
收盘价(港元)	11.38
总股本(百万股)	696.21
总市值(亿港元)	79.23
净资产(百万元)	3,140
总资产(百万元)	6,301
每股净资产(元)	4.51

数据来源: Wind

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,011	6,603	7,989	9,680
同比增长(%)	20.74%	31.75%	21.01%	21.16%
净利润(百万元)	584	716	864	1,077
同比增长(%)	19.10%	22.59%	20.63%	24.59%
毛利率	20.93%	22.20%	22.04%	21.95%
净利率	11.67%	10.86%	10.83%	11.13%
净资产收益率	18.62%	18.25%	17.09%	15.89%
每股收益(元)	0.84	1.03	1.24	1.55
市盈率	10.81	8.84	7.33	5.88
股息率	0.79%	1.13%	1.36%	1.70%

数据来源: 公司资料, 兴证香港

相关报告

业绩点评_20140331
调研纪要_20140502
首发深度报告_20140512
业绩点评_20140829

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

投资要点

- **2014 年经营业绩逊于预期。**兴业太阳能(0750.HK)3月30日公告2014年业绩:其中营业收入为人民币(下同)50.11亿元,同比增长20.7%;综合毛利率下降2.9个百分点至20.9%;税前利润6.98亿元,同比增长11.6%;股东应占利润5.84亿元,同比增长19.1%;每股基本盈利0.84元,去年同期为0.75元。EPC业务营收增速仅为9.29%,拖累总体营收增速下降,综合毛利率的下降使得毛利同比增长仅为6.1%。
- **幕墙和绿色建筑业务提振2014年业绩。**2014年,幕墙业务营收增速21.9%,毛利率为15.3%,基本比较稳定。公司的幕墙业务在没有投入太多资源的情况下,依然能稳健发展,一定程度上弥补了光伏EPC业务放缓带来的不利因素。
- **光伏EPC增速放缓拖累业绩,毛利率下降有因。**2014年,公司EPC业务完工量仅200多兆瓦,体现在营收增速上仅同比增长9.29%。光伏EPC业务不及预期,原因之一是由于业主一再等待更加有利的光伏政策出台而拖延,公司也对一些项目进度无法把控。光伏EPC毛利率下降因为:1、地面电站项目相对多,建筑一体化项目少。2、一些项目是上游开发商自己投资的,公司只做EPC,而有的项目质量并不高。3、项目进度迟缓无法把控。有些项目并没有时间截至的要求(往年均有12月31日完成的项目享受当年的补贴政策,去年却没有这个要求),故很多项目延误工期,导致毛利率较低。
- **“整合资源”模式开发EPC新项目,2015年EPC目标600MW。**经过去年EPC开发模式的探索,公司将开发模式转为整合资源(寻找项目资源,申请路条,技术申报等等)先行,之后寻找投资方,即由之前的等别人找上门做EPC项目,改变为公司整合资源拿到确定的项目之后再找投资方。整合资源后再去找投资方的模式使得项目进度可控,而且因为提供了整合服务而提升EPC业务的毛利率水平。公司规划2015年全年完成600MW纯EPC项目(不包括产品销售),其中地面电站和分布式各半,完工的时间点也将上下半年各占一半。另外,截至2014年年底,公司已经持有电站总计270MW,2015年计划完成300MW自建项目,我们预计公司亦可能会出售部分已建成电站项目而加速经营资金的流转。

- **去年可再生能源产品高速增长，新材料业务今年有望接棒。**2014年上半年，公司可再生能源货品销售强劲增长63.12%。ITO导电材料及液晶调光玻璃的销售增长24.8%至4,480万元。公司继续进行新产品研发，即将推出的大屏幕用的背投投影屏，毛利率超过50%，有望成为公司新的利润增长点，新材料业务今年有望在去年销售4,000多万的基础上翻2-3倍。海外承接的幕墙材料业务，今年因订单饱和预计可完成3亿元的销售。
- **投资建议：**2015年国家继续大力推进光伏行业的发展，国家规划光伏总装机量的目标提升至17.8GW，超市场之前普遍预期。兴业太阳能计划全年完工600MW EPC和300MW自建项目，增速较大。另外公司代工的幕墙加工材料、新材料等业务均已成为公司新的业绩增长点。据此，我们预测2014-2016年期间公司营业收入为66.0、79.9、96.8亿元，净利润分别为7.16、8.64、10.77亿元，EPS折合港币分别为1.29、1.55、1.93港元。我们给予兴业太阳能未来12个月内目标价15.46港元，目标价约相当于2015-2017年PE为12.0、10.0、8.0倍，目标价较现价11.38港元约有35.9%的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。
- **催化剂：**国家或地方政府出台更强有力的光伏行业优惠政策。

图表1 兴业太阳能2014年全年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)			同比变动	点评
	2014年	2013年			
营业收入	5,011,426	4,150,509	20.7%	传统幕墙业务增长21.9%；光伏EPC业务增速回落，增幅9.3%。	
销售成本	<u>(3,962,402)</u>	<u>(3,162,109)</u>	25.3%	各板块毛利率均下降，综合毛利率下降2.9个百分点至20.9%，光伏EPC毛利率下降2.8个百分点。	
毛利	1,049,024	988,400	6.1%		
其他收入及收益	233,621	77,481	201.5%	出售光伏电站，确认递延收益1.31亿元。	
销售及分销开支	(88,988)	(75,664)	17.6%		
行政开支	(270,689)	(218,905)	23.7%		
其他开支	<u>(101,851)</u>	<u>(33,902)</u>	200.4%	出售25MW电站亏损0.727亿，可换股债券发行开支0.1	
经营利润	821,117	737,410	11.4%		
可换股债券公平收益	115,719				
融资成本	<u>(237,923)</u>	<u>(110,904)</u>	114.5%	主要发行可转债和优先票据带来的利息支出。	
税前利润	698,913	626,506	11.6%		
所得税开支	(114,074)	(135,915)	-16.1%		
净利润	<u>584,839</u>	<u>490,591</u>	19.2%		
本公司拥有人	584,269	490,587	19.1%		
少数股东权益	570	4			
基本EPS(分)	84.20	75.20	12.0%		
摊薄EPS(分)	68.70	73.70	-6.8%	发行可转债摊薄	

资源来源：公司资料，兴证香港

业绩发布会 Q&A (2015. 03. 31)

1、去年规划500MW光伏量，包括EPC工程和销售光伏产品，实际完成多少？

去年EPC完成大概是240个兆瓦左右，销售产品也是这个水平，去年完工总量大概是470到480兆瓦之间，跟原本的计划500兆瓦差一点点，但差别不大，主要原因是公司不能控制的原因，如合作方进度等涉及第三方的原因。

2、今年规划600MW目标，包括产品销售没有？上下半年计划完工比例？

今年所讲的600兆瓦全部是EPC，如果有光伏产品销售不包含在600兆瓦里面。我

们的目标就是通过去年的转型，希望今年是高质量的增长而不是追求数字上的增长。从去年开始我们在整合资源，已经成功做成了这个模式。我们去年给一个公司做了 50 兆瓦的项目，也是我们开发的资源，这种项目进度好控制，第二利润回报也很高，所以我们要优先考虑这样的模式。现在整合资源，过去我们一门心思等别人把资源整合我去投 EPC 项目，现在变了我来整合资源看谁想在这方面出钱。

今年有去年四季度打好的基础，今年应该上半年和下半年应该是上半年各半，下半年完成 300MW。另外这 600MWEPC 项目一半地面电站，一半分布式。到今年 2 月底，我们拿到 EPC 订单超过 230MW，近一半是分布式，项目都已陆续开工，今年自己投资的 100MW 项目也已经开工。

3、公司持有的光伏电站量，今年计划自建的电站数量，未来倾向持有还是出售？

2014 年开发 103MW，其中 90MW 地面电站，13 兆瓦分布式，陆续今年年中并网。截至 2014 年年底，公司共持有电站装机 270MW，今年自建目标是完成 300MW。

这近 600 个兆瓦里面我们根据资金情况我们安排运营 300 兆瓦，可能有些电站我们暂时不会用。现在我们在新兴业务里面已经在培养人员做电站运营，电站运营和类似房地产物业管理，这块其实也是很大的市场。我们有 9 个实业公司，其中一个就是专门做电站投资和运营公司，不排除将来我们会帮别人搞运营，所以这方面如果要出售就会是一个比较大的项目。

4、光伏 EPC 在 2014 年毛利率有所下滑原因？未来 EPC 业务毛利率变动趋势？

去年毛利率低的原因：1、是地面电站项目相对较多，建筑一体化项目少，大部分是地面电站。2、一些项目是上游开发商自己开发投资的项目我们只来做 EPC，项目质量不高。3、项目进度迟缓。有些项目没有时间截至的要求（往年 12 月 31 日完成的项目享受的是当年的补贴政策，去年没有这个要求），所以很多项目延误了工期，导致毛利率较低。

今年 EPC 业务毛利率恢复到 30% 应该是完全有把握的，因为今年的项目大部分都是我们整合的。现在投资太阳能电站的各种公司都有，有的公司可能就三五个人就来投资太阳能电站，其实太阳能电站的过程是非常复杂的。首先要取得政府的资质、要报批很多文件，这个过程要做很多基础工作，然后拿到路条，拿到路条以后，还要做很多技术上的申报。如果一个公司只有财务人员、资金人员，是没办法完成这件事的。如果这些工作由我来完成，完成后肯定要有回报，不能说简单一个安装的毛利率就可以了。所以今年因为我们整合了资源，应该取得全过程的一个收益，所以我们认为毛利率恢复到 30% 是完全有把握的。

5、公司有一些新开发产品，会不会改善绿色幕墙的毛利率？

关于绿色建筑，包括绿色技术的全面推广，可能大家关注度社会关注度要低一些，但是在这块业务我认为是一棵常青树。现在中国推广绿色建筑，在能源方面主要做两个工作，一是用新能源技术做加法，如用建筑外墙屋顶来产生新能源；第二用节能技术、控制技术、智能技术来减少和依赖对能源的使用，减少对传统能源的使用。举个例子，我们在珠海建了一个绿色建筑，这栋建筑每平方米每年的电耗是 50 度电，现在大部分建筑是 150 度电，是现在大部分建筑的三分之一，这种能耗高速降低的技术肯定能全面推广。我们研究绿色建筑不是研究奢侈的建筑，研究和推广能效非常好的建筑技术。公司接了一些政府工程，都和绿色建筑相关联，技术含量就比较高，我们绿色建筑业务的毛利率也会上升。

6、新材料业务板块毛利率的展望？

新材料这块，比如刚刚演示的大屏幕用的背投投影屏。跟国外相比，目前在市场上有这样一个技术是日本的第一印刷，每平方在市场上售价超过 5,000 元，我们开发出来的成本应该说只有其三分之一，那么我们的产品在市场上可以有一个较好的市场表现。在今年和客户接触时，我们也发现价格是吸引客户的重要因素，当然就这个产品讲，其毛利率是超过 50% 的。

7、在建分布式项目都在那些省份？

现在做的分布式发电，基本涵盖这几个省。一是广东，占 EPC 一半，大部分是广东企业，而且现在分布式还有一些泛分布式大部分是农光互补项目，大部分集中在广东。

广东有三个优点，1、广东缺电，所以消纳能力很强；2、广东脱硫上网电价限价很高，5 毛 4；3、广东的市场规则应该是最规范的。所以今年公司重点分布式发展还是在广东，主要集中在深圳、佛山、东莞、珠海。第二个大省是山东，因为山东半岛太阳资源相对充足，今年我们湖南的分布式发电做的比较少，因为湖南有个最大的缺点，就是太阳能资源和德国差不多，发电量也就每瓦 0.9，太阳能资源不好。第三是陕西，太阳能资源比较好。第四江浙一带。至于西部地区，西部我们还是做地面电站项目较多，没有太多分布式发电项目。

8、300MW 自建项目的资金渠道和融资方式？

关于 300 兆瓦的项目建设资本金怎么来，有三个渠道。第一就是国开行、国家进出口银行；第二个路径我们也可以别人合作合资；第三我们整合的资源里除了我们刚说的两种办法以外，我们也可以把电站给别人开发，先由我们持有。这几种模式我

们都在探讨。因为想投太阳能电站各种背景的都有，也有大的能源公司，国家对他们有能源配股的要求，他们也希望有公司帮他们开发。我们先持有一段时间再转给他们。

9、固定资产出售损失差不多有 4,200 多万，是什么项目的销售引起的？

关于固定资产处置损失，这是关于 25 兆瓦电站，这个电站是以前的金太阳项目。电站出售如果计算，在固定资产收益有两部分，第一部分就是卖出价格收入，因为这是个金太阳项目。上网电价不能享受国家能源发展基金的补贴，所以出售的话不可能像普通光伏电站卖价是 9-10 元/瓦，只能卖到 4 元/瓦左右。第二部分就是补贴。因为这个项目拿到了金太阳的补贴，而金太阳的补贴收入我们是放到递延收益里。如果把电站卖掉后递延收益可以转到其他营业收入里增加。所以这是会计披露上的问题，考虑到递延收益的话有净固定资产处置收益 3,500 多万。

风险因素

市场风险	光伏 EPC 行业竞争激烈，毛利率大幅下降。 某些 EPC 项目进度不可控，完工进度低于预期。
系统风险	优惠政策推出不及预期，终端装机需求不达预期。

附表

资产负债表						利润表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元						单位: 百万元					
现金及等价物	895	901	787	756	1,006	收入	4,151	5,011	6,603	7,989	9,680
应收帐款	1,801	2,192	2,850	3,705	4,816	毛利	988	1,049	1,466	1,761	2,125
存货	77	115	128	156	189	其他收入及收益	77	234	107	118	130
其他流动资产	694	1,208	1,292	1,552	1,866	销售费用	(76)	(89)	(102)	(118)	(135)
总流动资产	3,467	4,417	5,057	6,168	7,877	行政开支	(219)	(271)	(325)	(390)	(448)
固定资产	2,680	3,455	4,146	4,975	5,970	其他开支	(34)	(102)	(68)	(85)	(76)
无形资产	2	2	2	2	2	经营利润	737	821	1,078	1,287	1,595
其他非流动资产	152	336	339	350	360	融资成本	(111)	(238)	(308)	(348)	(397)
总资产	6,301	8,209	9,544	11,495	14,209	税前利润	627	699	885	1,055	1,314
银行借款	870	988	1,185	1,422	1,706	所得税	(136)	(114)	(168)	(190)	(237)
应付帐款	1,476	1,599	1,949	2,344	2,819	税后利润	491	585	717	865	1,078
其他流动负债	33	205	26	26	23	少数股东权益	0	1	1	1	1
总流动负债	2,378	2,791	3,159	3,791	4,548	归属于所有者的净利润	491	584	716	864	1,077
递延收入	555	439	461	484	509	EBITDA	691	872	1,092	1,303	1,613
银行及其他借款	681	392	548	713	927	主要财务比率					
其他	87	1,446	1,446	1,446	1,446	盈利能力					
负债总额	3,702	5,068	5,615	6,434	7,429	毛利率 (%)	23.8%	20.9%	22.2%	22.0%	21.9%
股本	46	46	46	46	46	净利率 (%)	11.8%	11.7%	10.9%	10.8%	11.1%
储备	2,504	3,044	3,811	4,927	6,624	营运表现					
每股净资产 (元)	3.90	4.26	5.33	6.86	9.20	SG&A/收入 (%)	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%
营运资金	1,088	1,625	1,898	2,377	3,329	实际税率 (%)	21.7%	16.3%	19.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	0	1	1	1	1	股息支付率 (%)	9.6%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
本公司权益拥有人应占权益	2,599	3,140	3,929	5,060	6,779	存货周转天数	8	9	9	8	8
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	应付账款天数	104	119	100	99	98
单位: 百万元						应收账款天数	136	145	139	150	161
EBITDA	691	872	1,092	1,303	1,613	财务状况					
融资成本(收入)	(111)	(238)	(308)	(348)	(397)	负债/权益	142.4%	161.4%	142.9%	127.1%	109.6%
营运资金变化	198	6	(114)	(31)	250	收入/总资产	65.9%	61.0%	69.2%	69.5%	68.1%
所得税	(136)	(114)	(168)	(190)	(237)	总资产/权益	2.42	2.61	2.43	2.27	2.10
营运现金流	1,232	859	1,610	1,543	1,743	盈利对利息倍数	5.65	2.94	2.87	3.03	3.31
资本开支	(1,332)	(1,998)	(1,698)	(1,868)	(2,055)	总资产收益率	7.8%	7.1%	7.5%	7.5%	7.6%
其他投资活动	(105)	(116)	(115)	(42)	(40)	净资产收益率	18.9%	18.6%	18.2%	17.1%	15.9%
投资活动现金流	(1,437)	(2,114)	(1,813)	(1,909)	(2,095)	估值比率 (倍)					
已付股息	(37)	(50)	(72)	(86)	(108)	PE	12.1	10.8	8.8	7.3	5.9
其他融资活动	543	1,402	295	574	898	PB	2.3	2.1	1.7	1.3	1.0
融资活动现金流	507	1,352	224	487	791						
现金变化	198	6	(114)	(31)	250						
汇兑调整	(1)	0	0	0	0						
期初持有现金	698	895	901	787	756						
期末持有现金	895	901	787	756	1,006						

资料来源: 公司资料、兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

- 买入: 涨幅大于 15%
- 增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间
- 减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。