

未评级

## 顺风清洁能源 (1165. HK)

## 连续收购打造顺风帝国新版图

## 市场数据

报告日期	2014.04.02
收盘价(港元)	5.87
总股本(亿股)	29.56
总市值(亿港元)	173.52
净资产(亿元)	61.27
总资产(亿元)	211.32
每股净资产(元)	2.07

数据来源: Wind

## 相关报告

## 主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万元)	1,972	1,059	1,530	5,746
增长率(%)	-	-46.26%	44.38%	275.63%
净利润(百万元)	57	(186)	(1,816)	1,308
增长率(%)	-	-425.88%	874.33%	-172.03%
营业利润率	10.67%	6.13%	9.89%	22.13%
净利润率	1.20%	-25.61%	-118.82%	22.69%
每股收益(元)	-0.1195	0.0422	-1.1048	0.5698

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **收购整合见成效, 经营业绩大幅提升。**顺风清洁能源(1165. HK) 3月26日公告2014年经营业绩, 其中营业收入为人民币(下同)57.46亿元, 同比增加275.63%; 净利润为13.08亿元, 同比增加172.03%; 每股盈利为0.5698元(2013年为负1.1048元); 2014年全年业绩靓丽, 主要受益于收购无锡尚德整合顺利, 企业生产经营快速步入正轨。
- **无锡尚德收购完成, 业绩改善立竿见影。**2014年4月份完成收购无锡尚德, 公司在8个月内, 产品出货量硅片1.7GW、电池片1.4GW、光伏组件875MW。制造板块共完成销售收入52.30亿元, 占总收入91.02%, 当年实现净利润5.33亿元, 制造业板块基本贡献了公司2014年绝大部分收入和经营利润。2015年公司预计制造业板块实现满负荷生产, 计划完成销售硅片2.5GW、电池片2.5GW、组件2GW, 并预计制造板块可实现同比50%以上的业绩增长, 管理层还计划在合适的时机进行整合太阳能产品的上游产能。
- **光伏电站加速建设, 售电收入将持续增长。**2014年年内, 公司的光伏电站完成开发量2,706MW, 开工建设量1,439MW, 并网644MW。截至2014年年底, 公司累计并网装机容量为1,534MW。全年发电量为6.08亿千瓦时, 售电收入5.03亿元, 净利润3.12亿元。公司将加速光伏电站项目开发, 预计2015年新增国内并网装机量1.5GW、国外450MW, 全年实现发电量20.7亿千瓦时, 因此售电业务分部收入预计将有240%以上的同比增长。
- **收购SAG, 光伏电站运维收入增长可期。**2014年10月公司收购德国的S.A.G公司, SAG是全球最大的太阳能开发建设公司, 其旗下Meteocontrol子公司在全球范围内监控并管理超过3.5万套光伏系统和总计9.5GW的电站。2014年该业务在收购完成后2个月就贡献营收1,308万元, 随着监控量业务稳步上升, 该业务预计将有数倍的收入增长。
- **收购动作频频, 打造顺风帝国新版图。**2014年, 公司除了收购无锡尚德、德国SAG外, 还展开了一系列眼花缭乱的多领域并购, 包括收购德国历史悠久的逆变器生产商Sunways, 收购氢动力储能及氢动力发电技术公司上海恒劲动力28%的股权, 收购锂电池储能技术领先的Powin Energy 30%的股权, 购买台湾奈米碳管用于发明还是发电技术的许可协议。2015年已披露的信息中, 公司包括收购风电运营项目、与陆地方舟合作, 展开电动汽车合作生产、销售, 开发地热发电项目, 进行海水空气离子电池发电商业化试验

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

、收购 LED 照明企业晶能光电 51% 的股权等等。公司通过在多个领域展开收购，整合先进技术，提高协同效应，打造顺风低碳帝国。

- **提供低碳综合解决方案，创造利润增长点。** 2014 年顺风清洁能源适时推广低碳社区、低碳城市、低碳家庭等低碳综合解决方案，并且基本完成了全球第一个绿色、低碳学校“虹桥国际学校”的建设，该学校全部运营后可整体节能 50-70%。国家发改委发布通知：至“十二五”末争取建设 1,000 个低碳社区，再加上低碳产业示范区、低碳县，可以预见低碳综合解决方案在未来具有广阔的发展空间，未来低碳综合解决方案会有望成为公司新的利润增长点。
- **我们的观点：** 顺风清洁能源通过业内并购整合，在 2014 年公司实现了全年经营业绩高速增长，除原有无锡尚德制造业务外，太阳能售电和电站运维业务收入也贡献了收入。公司展开一系列企业并购加强了多领域的技术储备，拓宽了产业投资的方向，公司正朝着低碳综合解决方案服务商的方向继续推进，建议投资者积极关注。
- **风险提示：** 多个项目并购后整合的协同效应发挥不及预期，在建项目规模及未来的并购对资金需求较大。

图表 1 顺风清洁能源 2014 年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		
收入	5,745,939	1,529,676	275.6%	1、收购无锡尚德，太阳能产品制造及贸易的销售量大幅增加，2、太阳能发电及太阳能电站监控服务开始贡献收入，2013年无此业务，3、收购无锡尚德及S. A. G开拓了海外市场 由于货运量增加及新增太阳能发电业务 主要由于上述原因及平均加工成本家少及以前年度存货减值拨备回拨 政府辅助金从增加，技术顾问收入增加 期内增加财务担保合约回冲的收益及出售部分坏账的收益，部分由法律及专业费用增加所抵消 第三批可转股债券负债部分经修订估计现金流量重新计量，导致账面值变动呢9.92亿元 今年无 由于公司太阳能产品的货运量增加 由于收购无锡尚德及新增太阳能发电业务令员工成本增加 加大投入于研究及开发费用及相关材料 收购无锡尚德所属联营公司及恒劲动力所分摊的亏损 银行及其他贷款增加，可转股债券的利息支出增加 本年度中国企业所得税及递延税项开支增加
销售成本	(4,474,096)	(1,378,441)	224.6%	
毛利	1,271,843	151,235	741.0%	
其他收入	236,447	45,189	423.2%	
其他损益及其他开支	(8,168)	(14,004)	-41.7%	
可转股债券负债部分摊销期变动之收益	992,024	-		
可转股债券之公允价值亏损	-	(1,815,998)		
分销及销售开支	(189,835)	(15,860)	1096.9%	
行政开支	(449,462)	(94,482)	375.7%	
研发开支	(72,477)	(13,854)	423.1%	
应占联营公司亏损	(4,445)	-		
财务费用	(322,165)	(44,162)	629.5%	
<b>除税前利润 (亏损)</b>	<b>1,453,762</b>	<b>(1,801,936)</b>		
所得税费用	(149,733)	(15,557)	862.5%	
<b>年内利润 (亏损)</b>	<b>1,304,029</b>	<b>(1,817,493)</b>		
本公司拥有人	1,307,878	(1,815,641)		
少数股东权益	(3,849)	(1,852)		
基本EPS(元)	0.5698	(1.1048)		

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。