

2013 年上半年部分港股上市公司业绩简析—光伏行业

研究员：鲁衡军

2013. 10. 3

一、新能源行业

1、太阳能光伏行业

所跟踪光伏行业港股上市公司 2013 中期业绩概览：

2013 年中期业绩

股票代码	股票名称	市值(亿港元)	营业收入(百万)	同比增速	主营业务	净利润(百万)	同比增速	按2012年业绩PE估值	备注
3800. HK	保利协鑫	366.9	11,299.5	-4.00%	多晶硅，硅片；火力发电；光伏电站建设	-917.3	增亏-178%	/	港元，继续亏损
0750. HK	兴业太阳能	54.8	1,704.7	32.30%	传统幕墙占31%，BIPV占48%，剩余未材料销售	171.0	25.80%	13	
1165. HK	顺风光电	50.9	416.0	-36.89%	硅片200MW，电池片420MW，组件60MW，公司制定了庞大的光伏电站开发计划	-672.7	增亏-142%	/	可转股债券公允价值亏损
2468. HK	创益太阳能				薄膜太阳能电池生产			/	停牌中
0566. HK	汉阳太阳能	347.0	2,080.0	27.00%	为母公司汉能集团提供薄膜太阳能生产线；成立新业	1,442.4	86.87%	13	
0757. HK	阳光能源	12.4	818.9	68.90%	单晶硅片，电池片，组件	-136.4	减亏79.4%	/	
0686. HK	金保利新能源	35.2	156.7	32.00%	生产电池组件；通过收购运营管理太阳能电站	-1,059.8	增亏-980%	/	商誉减值13亿
0397. HK	君阳太阳能	9.1	18.2	35.90%	光伏电站运营，三吉利火电二股东	25.5	扭亏93%	/	港元
0712. HK	卡姆丹克	25.5	471.0	3.24%	单晶硅片；马来西亚扩产300MW	-12.1	减亏90%	/	认股权证公允价值变动云

备注：市值和PE估值日期为2013年10月3日。

行业概述：2013 年上半年，光伏行业企业从经营数据上看依然是一个整体困难的时期，美国实行了双反，失去了竞争优势；欧盟进行限量限价，国内光伏制造行业依然产能过剩，行业持续整合。另外一方面，新一届政府对光伏等新能源比较重视，各项利好政策频出，从光伏组件制造大厂开工率和组件价格走势等多因素看，行业似乎正在好转。从当下时点判断，光伏行业下半年可能是一个转折点，但我们也应知道一个经历了产能过剩的产业，即使再次恢复好转也不可能重新回到之前的暴利时代。

从产业链上我们认为今年光伏企业盈利概率统计上可能呈现倒序型，最终端的下游环节企业多有盈利；而电池片和组件的只有大厂，如有规模和开工率较高能略微盈利，硅片厂商只有极少优势的企业能盈利，而生产多晶硅的企业依然亏损。

个股分析：从个股业绩表现看，上半年经营亏损依然是行业的主流。光伏产业链上生产多晶硅、硅片的公司均表现为严重业绩不佳。保利协鑫能源（3800. HK）我们预测今年依然有不小的亏损，尽管股价也随着光伏概念股冲高而表现不俗（可参见之前发布的《商务部对美韩多晶硅反倾销初裁，保利协鑫能源受益_3800. HK_事件点评_20130719》）。

顺风和金保利以及卡姆丹克均有非主营的亏损，比如衍生品公允值或者商誉亏损等。但注意到单晶片厂商阳光能源和卡姆丹克都有减亏迹象，可能预示行业环境逐渐趋好，其中阳光能源毛利率 2.3%，卡姆丹克为 8.6%。我们也注意到除协鑫和兴业外，其他的顺风、汉能、金保利均有明显的拓展下游市场的信号，有的公司还规划了庞大的光伏电站开发计划。至于庞大的电站规划能否如期转变为企业的真正盈利，依然值得继续跟踪观察。

与去年的分析一样，业绩表现较好的公司是汉阳太阳能（0566. HK）和兴业太阳能（0750. HK）。汉阳太阳能是生产薄膜光伏生产线的设备厂商，业绩来自公司与控股股东汉能集团所签订的单一业务大单，同时公司也积极进行了光伏下游的规划。但个人认为，大单是否有持续性、交易的透明性不太好把握，尽管其股价表现异常优异（控股股东进行二级市场

股票收集可能是原因之一)。

兴业太阳能的光伏业务处于产业链终端，而且定位于光伏屋顶和光伏建筑一体化 EPC 工程。兴业的 BIPV 光伏业务增长迅速，上半年同比增长达 61.1%。利好政策频出对兴业太阳能均构成了利好刺激。

推荐股票：在整个光伏相关板块中推荐兴业太阳能 (0750.HK)，推荐逻辑：

光伏发电增值税即征即退 50%，利好兴业太阳能：财政部与国家税务总局于 29 日发布通知，自 10 月 1 日起，对太阳能发电产品实行增值税即征即退 50% 的优惠政策。我们认为此政策将直接利好光伏下游发电企业，同时亦能带动上游光伏产品的需求。中国的光伏终端发电将迎来历史发展良机，而兴业太阳能的核心业务是做光伏 EPC 工程，核心技术是光伏项目的设计、集成和安装，因此为光伏发电企业做工程的兴业太阳能受惠。

工商楼宇 BIPV 业务保持高速增长：2013 年兴业太阳能中期业绩，营业收入为人民币(下同)17.05 亿元，同比增长 32.3%；税前利润 2.29 亿元，同比增长 32.2%；股东所占利润 1.71 亿，同比增长 25.8%。其中 BIPV 业务收入达 8.19 亿元，同比增速达 61.1%，占总收入比例继续上升，其中工商楼宇 BIPV 项目的收入增幅达 143%，弥补了公共工程 BIPV 项目收入的下降，BIPV 毛利率因市场竞争同比下降 3 个百分点至 31.5%；传统幕墙业务依然录得稳定增长 6.6%至 5.25 亿元，毛利率因参与高端节能项目提升 1.1 个百分点至 16.4%。

新业务模式加速企业沉淀资金流动：2013 年 8 月 29 日，兴业太阳能公告，公司已与金保利新能源 (0686.HK) 签订框架协议，兴业太阳能拟于 2014 年一季度之前出售 100MW 屋顶光伏电站全部股权予金保利新能源。我们认为，通过出售已建成的光伏项目，加速沉淀资金的流动有助于兴业快速滚动拓展业务，承接更多的 EPC 工程业务订单，提升公司业绩。

利好政策频出助力国内光伏行业发展：新一届政府对光伏等新能源发展的支持力度较大，利好政策频出，加之欧美等对我国光伏产品的“双反”亦迫使政府下决心发展国内的光伏终端应用。政策如“国家电网 2 月发布《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》；能源局 6 月份提出《分布式光伏发电示范区工作方案》；发改委 8 月份公布光伏补贴新政，光伏标杆电价和补贴价格均高于此前征求意见稿中的数据和社会预期；最新 10 月 1 日起光伏发电企业增值税即征即退 50% 税收优惠政策等等。

投资建议：当前公司在手项目订单额超过 21 亿元，其中有 150MW 的 BIPV 项目，我们预期公司 2013 年总体可完成 260MW 以上 BIPV 项目。我们预测公司 2013-2015 年业绩仍然快速增长，预测 EPS 分别为 0.89、1.15 和 1.56 港元。兴业太阳能当前 PE 估值约为 9 倍左右，参考行业平均估值和公司业绩增速等多方面因素，我们提升兴业太阳能未来 12 个月内目标价至 10.63 港元，目标价 PE 估值为 12 倍左右。目标价较现价 8.18 港元约有 29.95% 的上升空间，维持对其“买入”的投资评级。

具体请参见报告《光伏发电增值税即征即退 50%_兴业太阳能_0750.HK_20130930_更新报告》：

兴业太阳能 (0750. HK)

1、股价行情示意图：



2、已发布的报告：

2012/5/19	调研纪要	兴业太阳能_0750.HK_调研纪要										
2012/7/13	首次报告	中国光伏终端市场启动的受益者	买入	首次	2.71	3.78	0.75	1.05	1.45		3.59	2.58
2012/9/7	业绩点评	光伏建筑一体化业务高速增长	买入	维持	2.91	3.78	0.73	1.00	1.34		4.00	2.90
2012/10/11	事件点评	美商务部双反终裁出台, 国内屋顶光伏市场加速启动	买入	维持	3.92	4.73	0.73	1.00	1.34		4.00	2.90
2012/12/13	事件点评	国内分布式光伏终端市场加速启动中	买入	维持	5.66	7.02	0.73	1.00	1.34		7.23	5.25
2013/4/10	业绩点评	业绩逊于预期, 未来仍有增长空间	买入	维持	6.31	8.58		0.86	1.15	1.45		7.33
2013/9/26	会议纪要	兴业太阳能_0750.HK_会议纪要_20130926										
2013/9/30	事件点评	光伏发电增值税即征即退50%	买入	维持	8.18	10.63		0.89	1.15	1.55		9.24

3、可验证的年度业绩预测：

日期	报告	营业收入 (百万元)	股东净利润 (百万元)	EPS (元)
2012/7/3	首次报告	3,251	387	0.61
2012/9/7	更新报告	3,181	379	0.59
2012/10/11	更新报告	3,181	379	0.60
2012/12/13	更新报告	3,181	379	0.60
2012/3/25	2012年公司实际业绩	3,097	329	0.52

4、 点评：

2013 中期业绩简评(2013.10.2)：我们在4月发布的2012年业绩点评中推荐6.31元买入，目标价8.58港元已到。另今年下半年光伏终端利好政策频出有助于太阳能股票表现。按我们的模型预测估值，今年业绩在EPS0.89港元，按照当前8港元的股价，PE估值在8-9倍左右，尚有安全边际，我们预计公司业绩可维持30%左右增幅，因此维持“买入”的投资评级，目标价10.63港元。

保利协鑫能源 (3800. HK)

1、股价行情示意图：



2、已发布的报告：

日期	报告类型	报告标题	投资评级	评级变动	收盘价格	12个月目标价	EPS				PE			
							12E	13E	14E	15E	12E	13E	14E	15E
2012/4/23	调研纪要	保利协鑫能源_3800. HK_调研纪要												
2012/5/17	首次报告	全球领先的光伏巨头	中性	首次	1.69	1.90	0.11	0.20	0.28		16.10	8.65	6.26	
2012/12/10	更新报告	光伏行业寒冬, 行业去产能化持续进行	中性	维持	1.36	1.40	(0.10)	(0.03)	0.03		/	/	46.32	
2013/7/19	更新报告	商务部对美韩多晶硅反倾销初裁, 保利协鑫能源受益	买入	提升	1.88	2.46		(2.77)	1.52	9.88		/	123.00	19.03

3、可验证的年度业绩预测：

日期	报告	营业收入 (百万港元)	股东净利润 (百万港元)	EPS (港元)
2012/5/17	首次报告	26,383	2,299	0.11
2012/12/10	更新报告	19,381	(1,569)	(0.10)
2013/3/14	2012年公司实际业绩	22,348	(3,516)	(0.28)

对保利协鑫 (3800. HK) 的业绩预测偏差较大, 因为光伏多晶硅和硅片组件价格下跌很快, 超出市场所有人的预期, 更因公司沉重的财务成本, 使得 2012 年亏损达 35 亿港元。

4、点评：

2013 中期业绩简评 (2013. 10. 2)：保利协鑫 (3800. HK) 2013 中期业绩显示, 公司毛利继续下降, 行政费用和销售费用严控过冬, 融资费用维持不变, 我们预测公司的现金流有一定困难, 公司在通过出售联营公司招商新能源股权 (金保利收购) 以弥补现金流和补贴净利润。

业务分类上, 光伏产品收入依然下降; 火电业务稳步提升, 净利润大幅改善; 海外光伏电站加速出售中。从半年报业绩推测公司今年业绩依然亏损无疑, 只是亏损的程度大小如何。

2013 年习李新政以来光伏等新能源行业不断有利好政策推出, 这可能有助于保利协鑫的股价表现。但从光伏产业链上终端实际装机规模提升到影响上游多晶硅和硅片, 产能过剩的淘汰状态需要时间。