证券研究报告

能源行业

兴证香港 INDUSTRIAL SECURITIES HONGKONG

买入 （维持）

兴业太阳能（0750.HK）

目标价: 15.48 港元
现价 : 12.86 港元

预期升幅: 20.1%

全年 EPC 目标不变，静待 4 季度光伏抢装

市场数据

报告日期	2014.8.29
收盘价(港元)	12.86
总股本(百万股)	666
总市值（亿港元）	85.65
净资产(百万元)	2,599
总资产(百万元)	6,301
每股净资产(元)	4.14

数据来源：Wind

相关报告

2013 年业绩点评_20140331
调研纪要_20140502
首发报告_光伏 EPC 业务高速增长_ 20140512

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

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入（百万元）	4,151	6,076	7,896	10,189
同比增长(%)	33.99%	46.38%	29.97%	29.03%
净利润（百万元）	491	715	877	1,068
同比增长(%)	49.28%	45.70%	22.64%	21.84%
毛利率	23.81%	22.11%	22.01%	21.55%
净利润率	11.82%	11.76%	11.10%	10.48%
净资产收益率	18.88%	20.90%	21.64%	21.49%
每股收益（元）	0.75	1.03	1.26	1.54
市盈率	13.58	9.92	8.08	6.64
股息率	0.70%	1.01%	1.24%	1.51%

数据来源：公司资料、兴证香港

投资要点

- **光伏 EPC 项目进展逊于市场预期。**兴业太阳能(0750.HK)8 月 28 日公告 2014 年中期业绩：其中营业收入为人民币(下同)22.91 亿元，同比增长 34.4%；毛利率从去年 25.1%下降 3.6 个百分点至 21.5%；税前利润 4.01 亿元，同比增长 29.7%；股东应占利润 2.07 亿元，同比增长 21.2%；每股盈利 0.299 元，去年同期为 0.264 分。公司的 2014 年中期业务主要是 EPC 业务完工量不及预期，唯已被传统幕墙和绿色建筑业务高速增长所弥补。

- **幕墙和绿色建筑业务贡献收入增长，毛利率有望继续提升。**2014 年上半年，公司幕墙及绿色建筑业务收入同比增长 74.8%至 9.19 亿元，毛利率水平下降 0.3 个百分点至 16.1%。由于等待光伏新的政策出台，光伏 EPC 项目有所推迟，管理层决定在上半年投入了更多的资源发展高端幕墙及绿色建筑业务。公司正全新拓展绿色建筑业务，包括从环境评价、设计咨询到施工、制造、运营、安装。预计下半年绿色建筑业务的毛利率会继续提升，一时因为海外承接订单的毛利率较高，其次是公司对项目的进行择优选择。

- **全年光伏 EPC 项目 500MW 目标维持不变。**今年上半年公司的光伏 EPC 业务不及预期，主要因为业主等待更加有利的光伏政策出台。上半年公司完成 160MW 光伏项目，其中 50MW 为货物配套销售，110MW 光伏工程中 8 成是地面电站，其余 2 成分布式主要是去年金太阳剩余工程。公司在上半年对承接的分布式项目做好了准备工作，预计全年仍将完成不少于 500MW 项目。公司另有 60MW 地面电站在建，目标是年内建设不少于 200MW 自建项目。随着利好政策的不断推出，我们预计国内 4 季度将再现光伏抢装潮。

- **新材料业务成业绩新亮点。**2014 年上半年，公司货物销售同比增长 63.2%至 5.79 亿元，其中可再生能源货品销售依托公司作为项目承包商身份，提供太阳能项目材料及工程支持，可再生能源产品销售强劲增长 1.4 倍。ITO 导电材料用于液晶调光玻璃，销售增长 123%至 2,920 万元，毛利率大幅提升 10.3 个百分点至 36.3% 。公司的新材料业务成为公司新的业绩增长点。

- **计划持有优质电站项目。**公司当前持有自建 180MW 光伏项目，其中 80MW 为优质地面电站，另 100MW 为金太阳示范工程。地面电站中一个是新疆库尔勒 30MW 项目，今年 4 月完成并网，预计全面运营后年度电力收入不低于 4000 万元。另外的甘肃 50MW 光伏地面电站并网申请正在进行中，另 100MW 的分布式金太阳工程项目将择机出售。

- **投资建议：**公司上半年传统幕墙和绿色建筑业务增长有效弥补了光伏 EPC 工程迟缓的不利因素，公司的新材料业务逐渐成为新的业绩增长点。我们认为，在上半年准备充分的前提下，4 季度抢装完成全年 EPC 设定目标应该不成问题，我们预测 2014-2016 年期间公司营业收入为 60.8、79.0、101.9 亿元，净利润分别为 7.15、8.77、10.68 亿元，EPS 分别为 1.30、1.60、1.94 港元。我们维持兴业太阳能未来 12 个月内目标价 15.48 港元不变，目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 11.9、9.7、8.0 倍，目标价较现价 12.86 港元约有 20.1%的上升空间，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 年中期业绩主要财务指标变动情况

单位(人民币，千元)

	2014年中期	2013年中期	同比变动	点评
营业收入	2,291,293	1,704,652	34.4%	幕墙业务收入同比增长74.8%；光伏EPC收入增长4.7%；新材料业务同比增长123%。
销售成本	(1,798,800)	(1,276,942)	40.9%	综合毛利率从去年25.1%下降至21.5%。因为幕墙业务占比增长，幕墙业务毛利率稳定在16.1%，光伏EPC毛利率下降3.2个百分点至28.3%
毛利	492,493	427,710	15.1%	
其他收入及收益	41,825	13,967	199.5%	政府补助增加和递延收入大幅同比增加
销售及分销开支	(38,896)	(37,133)	4.7%	
行政开支	(136,786)	(124,405)	10.0%	员工成本、折旧及其他业务相关开支增加所致
其他开支	(12,656)	(3,875)	226.6%	结算利率掉期合约之公允值亏损所致
经营利润	345,980	276,264	25.2%	银行贷款增加和贴现票据利息开支增加
融资成本	(90,355)	(47,539)	90.1%	
税前利润	255,625	228,725	11.8%	
所得税开支	(51,282)	(57,722)	-11.2%	递延税项抵免少于去年同期
净利润	204,343	171,003	19.5%	
本公司拥有人	207,206	170,919	21.2%	
少数股东权益	(2,863)	84		
基本EPS(元)	0.299	0.264	13.3%	股份增发和购股权行使扩大基本股份
摊薄EPS(元)	0.293	0.259	13.1%	

资源来源：公司资料，兴证香港

风险因素

市场风险	光伏 EPC 行业竞争激烈，毛利率大幅下降。
系统风险	优惠政策推出不及预期，终端装机需求不达预期。 持续的紧缩调控，企业的融资成本过高。

附表

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位：百万元				
现金及等价物	895	1,079	1,329	1,470
应收帐款	1,801	2,162	2,594	3,372
存货	77	118	154	200
其他流动资产	694	854	1,061	1,325
总流动资产	3,467	4,213	5,139	6,367
固定资产	2,680	3,484	4,181	5,017
无形资产	2	2	2	2
其他非流动资产	152	164	172	186
总资产	6,301	7,863	9,494	11,571
银行借款	870	1,044	1,252	1,503
应付帐款	1,476	1,825	2,217	2,696
其他流动负债	33	45	35	38
总流动负债	2,378	2,914	3,505	4,236
递延收入	555	527	554	581
银行及其他借款	681	886	1,240	1,612
其他	87	115	144	172
负债总额	3,702	4,442	5,442	6,602
股本	46	46	46	46
储备	2,504	3,303	3,918	4,816
每股净资产（元）	3.90	4.93	5.84	7.16
营运资金	1,088	1,299	1,634	2,130
少数股东权益	0	0	0	0
本公司权益拥有人应占权益	2,599	3,421	4,052	4,970

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位：百万元				
EBITDA	691	1,046	1,319	1,603
融资成本(收入)	(111)	(167)	(239)	(339)
营运资金变化	198	184	251	141
所得税	(136)	(157)	(233)	(284)
营运现金流	1,232	1,577	1,883	2,024
资本开支	(1,332)	(1,532)	(1,608)	(2,091)
其他投资活动	(105)	(116)	(115)	(42)
投资活动现金流	(1,437)	(1,648)	(1,723)	(2,132)
已付股息	(37)	(71)	(88)	(107)
其他融资活动	543	452	364	583
融资活动现金流	507	381	277	476
现金变化	198	184	251	141
汇兑调整	(1)	0	0	0
期初持有现金	698	895	1,079	1,329
期末持有现金	895	1,079	1,329	1,470

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位：百万元				
收入	4,151	6,076	7,896	10,189
毛利	988	1,344	1,738	2,195
其他收入及收益	77	86	107	118
销售费用	(76)	(98)	(128)	(173)
行政开支	(219)	(274)	(342)	(428)
其他开支	(34)	(19)	(26)	(22)
经营利润	737	1,039	1,349	1,691
融资成本	(111)	(167)	(239)	(339)
税前利润	627	872	1,110	1,352
所得税	(136)	(157)	(233)	(284)
税后利润	491	715	877	1,068
少数股东权益	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	491	715	877	1,068
EBITDA	691	1,046	1,319	1,603

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
毛利率（%）	23.8%	22.1%	22.0%	21.5%
净利率(%)	11.8%	11.8%	11.1%	10.5%
营运表现				
SG&A/收入(%)	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
实际税率(%)	21.7%	18.0%	21.0%	21.0%
股息支付率(%)	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
存货周转天数	8	8	8	8
应付账款天数	104	110	101	94
应收账款天数	136	119	110	107
财务状况				
负债/权益	142.4%	129.9%	134.3%	132.8%
收入/总资产	65.9%	77.3%	83.2%	88.1%
总资产/权益	2.42	2.30	2.34	2.33
盈利对利息倍数	5.65	5.21	4.64	3.99
总资产收益率	7.8%	9.1%	9.2%	9.2%
净资产收益率	18.9%	20.9%	21.6%	21.5%
估值比率（倍）				
PE	13.6	9.9	8.1	6.6
PB	2.6	2.1	1.7	1.4

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个月内公司股票的涨跌幅度衡量,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。