证券研究报告 能源行业

与 與證香港 Industrial Securities Hongkond

买入 (维持)

目标价: 15.48 港元 现价 : 12.86 港元

预期升幅: 20.1%

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

兴业太阳能 (0750.HK)

全年 EPC 目标不变,静待 4 季度光伏抢装

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 BPC 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 BPC 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。
- 投資建议: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		
毛利	492,493	427,710	15.1%	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%		
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

1, 329 2, 594 154 1, 061 5, 139 4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144 5, 442	1, 470 3, 372 200 1, 325 6, 367 5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172 6, 602	单位: 百万元 收入 毛利 其他收入及收益 销售费用 行政开支 其他开支 整資資利 較新利利 所得稅 稅后利 股子所 相 的股子所 自 知 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的	2013A 4, 151 988 77 (76) (219) (34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	6, 076 1, 344 86 (98) (274) (19) 1, 039 (167) 872 (157) 715 0 715 1, 046	7, 896 1, 738 107 (128) (342) (26) 1, 349 (239) 1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	2016E 10, 189 2, 195 118 (173) (428) (22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603 2016E
2, 594 154 1, 061 5, 139 4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	3, 372 200 1, 325 6, 367 5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	毛利 其他收入及收益 销售费开支 其他开支 经营 成利 经营 成前利 成前利 税后利 间 以 数 股 一 一 一 一 一 一 一 一	988 77 (76) (219) (34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	1, 344 86 (98) (274) (19) 1, 039 (167) 872 (157) 715 0 715 1, 046	1, 738 107 (128) (342) (26) 1, 349 (239) 1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	2, 195 118 (173) (428) (22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
154 1, 061 5, 139 4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	200 1, 325 6, 367 5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	其他收入及收益 销售费用 行政开支 其他开支 经营利减 融資前利本 税前利利 所得稅 税后利 股子所有者 和的 EBITDA 主要财务比率 盈利能力	77 (76) (219) (34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	86 (98) (274) (19) 1, 039 (167) 872 (157) 715 0 715 1, 046	107 (128) (342) (26) 1,349 (239) 1,110 (233) 877 0 877 1,319	118 (173) (428) (22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
1, 061 5, 139 4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	1, 325 6, 367 5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	销售费用 行政开支 其他开支 经营利和 融资成利利 所得税 税后利润 少少数局于 归期 EBITDA 主要财务比率	(76) (219) (34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	(98) (274) (19) 1,039 (167) 872 (157) 715 0 715 1,046	(128) (342) (26) 1,349 (239) 1,110 (233) 877 0 877 1,319	(173) (428) (22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
5, 139 4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	6, 367 5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	行政开支 其他开支 经营利润 融资成本 税前利润 所得税 税后利润 少数股于所有者的净 知知 EBITDA 主要财务比率	(219) (34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	(274) (19) 1,039 (167) 872 (157) 715 0 715 1,046	(342) (26) 1,349 (239) 1,110 (233) 877 0 877 1,319	(428) (22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
4, 181 2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	5, 017 2 186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	其他开支 经营利润 融资成本 税前利润 所得税 税后利润 少数股东权益 归属油 EBITDA 主要财务比率	(34) 737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	(19) 1, 039 (167) 872 (157) 715 0 715 1, 046	(26) 1, 349 (239) 1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	(22) 1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	2 186 11,571 1,503 2,696 38 4,236 581 1,612	经营利润融资成本 税前利润所得税 税后利润 少数股东权益 归属和 EBITDA 主要财务比率 盈利能力	737 (111) 627 (136) 491 0 491 691	1, 039 (167) 872 (157) 715 0 715 1, 046	1, 349 (239) 1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	1, 691 (339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
2 172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	2 186 11,571 1,503 2,696 38 4,236 581 1,612	融资成本 税前利润 所得税 税后利润 少数股东权益 归属于所有者的净 到湖 EBITDA 主要财务比率	(111) 627 (136) 491 0 491 691	(167) 872 (157) 715 0 715 1,046	(239) 1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	(339) 1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
172 9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	186 11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	税前利润 所得税 税后利润 少数股东权益 归属油 EBITDA 主要财务比率	627 (136) 491 0 491 691	872 (157) 715 0 715 1,046	1, 110 (233) 877 0 877 1, 319	1, 352 (284) 1, 068 0 1, 068 1, 603
9, 494 1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	11, 571 1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	所得税 税后利润 少数股东权益 归属于所有者的净 利润 EBITDA 主要财务比率	(136) 491 0 491 691 2013A	(157) 715 0 715 1,046	(233) 877 0 877 1,319	(284) 1,068 0 1,068 1,603
1, 252 2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	1, 503 2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	税后利润 少数股东权益 归属于所有者的净 和湖 EBITDA 主要财务比率	491 0 491 691 2013A	715 0 715 1,046	877 0 877 1, 319	1, 068 0 1, 068 1, 603
2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	少数股东权益 归属于所有者的净 到湖 EBITDA 主要财务比率 盈利能力	0 491 691 2013A	0 715 1,046	0 877 1, 319	0 1, 068 1, 603
2, 217 35 3, 505 554 1, 240 144	2, 696 38 4, 236 581 1, 612 172	归属于所有者的净 利湖 EBITDA 主要财务比率 盈利能力	491 691 2013A	715 1,046	877 1, 319	1, 068 1, 603
35 3, 505 554 1, 240 144	38 4, 236 581 1, 612 172	eBITDA 主要财务比率 盈利能力	691 2013A	1, 046	1, 319	1, 603
3, 505 554 1, 240 144	4, 236 581 1, 612 172	主要财务比率	2013A	·	·	·
554 1, 240 144	581 1,612 172	盈利能力		2014E	2015E	2016E
1, 240 144	1, 612 172	盈利能力		2014E	2015E	2016E
144	172					
5, 442	6, 602	毛利率 (%)				
			23.8%	22.1%	22.0%	21.5%
		净利率(%)	11.8%	11.8%	11.1%	10.5%
46	46					
3, 918	4,816					
5.84	7. 16	营运表现				
1,634	2, 130	SG&A/收入(%)	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
0	0	实际税率(%)	21.7%	18.0%	21.0%	21.0%
4, 052	4, 970					
20150	20165	股息支付率(%)	0 5%	10.0%	10.0%	10.0%
20136	20100					10.0%
1 319	1 603	应付账款天数				94
		应收账款天数				107
			100	113	110	101
		财务状况				
			1.49 .4%	129 9%	13/1-3%	132. 8%
		收入/总资产				88. 1%
						2. 33
						3. 99
						9. 2%
						21. 5%
			10. 7/0	40. 970	41.U/0	∠1. J70
		估值比率 (倍)				
			12 6	0.0	Q 1	6 6
						6. 6 1. 4
	3, 918 5. 84 1, 634 0	3, 918	3,918 4,816 5.84 7.16 管运表現 1,634 2,130 SG&A/收入(%) 0 0 (3,918 4,816 5.84 7.16 管送表現 1,634 2,130 SG&A/收入(%) 1.8% 0 0 0 实际税率(%) 21.7% 4,052 4,970 2015E 2016E 股息支付率(%) 9.5% 存货周转天数 8 1,319 1,603 应付账款天数 104 (239) (339) 应收账款天数 136 251 141 (233) (284) 財务状况 1,883 2,024 负債/权益 142.4% (1,608) (2,091) 收入/总资产 65.9% (115) (42) 总资产/权益 2.42 (1,723) (2,132) 盈利对利息倍数 5.65 (88) (107) 总资产收益率 7.8% 364 583 净资产收益率 7.8% 277 476 251 141 0 0 估值比率(倍) 1,079 1,329 PE 13.6	3,918 4,816 5.84 7.16 替送表現 1,634 2,130 SG&A/收入(%) 1.8% 1.6% 0 0 0 実际税率(%) 21.7% 18.0% 4,052 4,970 2015E 2016E 股息支付率(%) 9.5% 10.0% 存货周转天数 8 8 1,319 1,603 应付账款天数 104 110 (239) (339) 应收账款天数 136 119 251 141 (233) (284) 財务状况 1,883 2,024 负債/权益 142.4% 129.9% (1,608) (2,091) 收入/总资产 65.9% 77.3% (115) (42) 总资产/权益 2.42 2.30 (1,723) (2,132) 盈利对利息倍数 5.65 5.21 (88) (107) 总资产收益率 7.8% 9.1% 364 583 净资产收益率 7.8% 9.1% 364 583 净资产收益率 7.8% 9.1% 277 476 251 141 0 0 传值比率(倍) 1,079 1,329 PE 13.6 9.9	3,918 4,816 5.84 7.16 曹运表現 1,634 2,130 SG&A/收入(%) 1.8% 1.6% 1.6% 0 0 安际税率(%) 21.7% 18.0% 21.0% 4,052 4,970 4,970 10.0% 10.0% 10.0% 2015E 2016E 股息支付率(%) 9.5% 10.0% 10.0% 10.0% 4,052 4,970 8 8 8 8 1,319 1,603 应付账款天数 104 110 101 (239) (339) 应收账款天数 136 119 110 251 141 (233) (284) 財务状况 142.4% 129.9% 134.3% 136 119 110 1,883 2,024 负债/权益 142.4% 129.9% 134.3% 136 1,09.9% 134.3% 136 1,09.9% 134.3% 136 1,00.9% 2.34 2.42 2.30 2.34 2.42 2.30 2.34 2.42 2.30 2.34 2.42 2.30 2.34 2.42 2.30 2.34 2.42

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。