

未评级

## 兴业太阳能 (0750. HK)

### 光伏 EPC 业务高速增长

#### 市场数据

报告日期	2014. 5. 2
收盘价(港元)	12.34
总股本(亿股)	6.94
总市值(亿港元)	78.70
净资产(亿元)	25.99
总资产(亿元)	63.01
每股净资产(元)	3.75

数据来源: Wind

#### 事件:

我们于 2014 年 4 月 29 日下午到兴业太阳能总部(珠海)实地调研, 与公司证券部徐经理就近期公司经营状况做了沟通交流, 并与投资者一起参观了公司产品展览室和屋顶的光伏分布式电站。

#### 我们的观点:

兴业太阳能作为国内领先的光伏分布式系统方案供应商和 EPC 承包商, 受益于中国光伏终端装机市场的爆发, 公司历史过往几年业绩快速增长。公司的传统玻璃幕墙业务保持了个位数的平稳增长, 毛利率得以维持主要因为公司有选择的做一些高端节能环保项目。公司现有光伏 EPC 订单超过 320MW, 预计今年光伏 EPC 完成 500MW, 其中 40%为光伏电站, 60%分布式, 光伏 EPC 的毛利率可能下降 1-2 个点。BOT 项目 200-300MW, BOT 项目主要看 2013 年自建光伏项目的出售情况。可再生能源新材料业务预计 20-30%左右的增幅, 毛利率保持稳定。除分布式外, 公司于去年开始介入地面电站 EPC 业务, 2014 年预计武威有不少于一期 300MW 量, 可能确认 200MW 的 EPC, 自己参与投资 100MW。按照公司的项目订单情况看, 公司的业绩正处在高速增长期, 建议投资者积极关注。

#### 会议要点如下:

#### 公司基本情况

中国兴业太阳能技术控股有限公司(港股代码: 0750)是专业从事太阳能技术、建筑节能技术及相关功能性新材料研发制造的高新技术企业集团。

兴业太阳能(0750. HK)3月30日公告2013年经营业绩。其中营业收入为人民币(下同)41.51亿元, 同比增长34%; 毛利9.88亿元, 同比增长31.94%; 股东应占利润4.91亿元, 同比增长49.3%; 每股基本盈利0.752元, 折合港币约0.948港元(2012年为每股0.521元); 董事会建议每股派息9分。公司2013年经营业绩继续快速增长, 符合之前市场预期(Wind的2013年EPS一致预期为0.95港元)。

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)

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

## 1、光伏 EPC 项目订单和规划。

公司计划 2014 年完成 800MW 光伏项目，其中 EPC500MW (40%为光伏电站，60%分布式)，当前在手订单超过 320MW，规划目标与业绩发布会上所述一致，如果完成的好，就超预期了。

另外，2014 年甘肃武威地面电站一期 300MW，可能确认 200MW 的 EPC，自己参与投资 100MW (要看 2013 年自建项目的出售情况)。珠海的 500MW，也是类似，一期规划 150MW，但不清楚今年能开工多少。

BOT 项目计划 200-300MW，今年 BOT 项目资金来源，就是 2013 年建成的 180MW 要卖出去，以支撑 BOT 新项目的建设，所以给了一个 200-300MW 的区间，而不是说一下子拿十几个亿来投资。

## 2、2013 年公司自建项目的处理情况？

截止 2013 年 12 月底，公司完成自建电站 195MW，其中 115MW 为金太阳项目。公司已把 15MW 售与第三方，目前可售电站容量为 180MW (包括 80MW 地面电站，100MW 分布式，这 100MW 分布式由 40 多个项目组成)。公司的自建项目基本都是用自有资金，没有用银行杠杆。公司希望今年将这 180MW 卖出去。

自建项目转固后体现在资产负债表的厂房设备固定资产科目一栏中，而销售电站的收入不计入主营收入，而放在其他收入科目里面。

公司当前办公室和厂房的 5MW 屋顶电站已经出售，公司有使用权，没有所有权，交电费给购买者 (购买者是第三方公司)。出售价格大约按 5 元/瓦，总价就是 2,500 万，另外还有 3,000 多万政府补贴没收回，因为很多金太阳项目补贴都在财政部手里，没发下来。

公司销售 5MW 项目 0，购买其电价是市场价的 9 折，一度电平均 9 毛钱，一年 500 万度电就是 450 万元，理论上发到 600 多万度电。卖出的屋顶电站，维护维修都是公司来做的，维护成本很少。电池组件是买的，组件厂商保证 20 年寿命。

剩下的 180MW 自建项目有意向买家很多，包括新能源基金、一些企业也都有。金太阳是 5 元/瓦销售价格，但不能算 9 亿，因为有些电站项目卖的价格高些。具

体数额现在不能确定。

分布式项目从银行贷款比较难，如果自己拿了金太阳补贴的话项目投资回报率在 IRR15%，如果买家购买后 IRR 也有 10%以上

### 3、传统幕墙业务的发展策略？

过往几年传统幕墙业务均稳定增长，这块业务公司希望保持个位数的增长，不会立刻砍掉，未来主要以节能环保项目为主，不完全是玻璃幕墙概念，国家大力提倡节能环保绿色建筑。另外光伏建筑一体化和幕墙业务也有交叉。毛利率稳定是因公司选择做高端的节能环保项目。

### 4、光伏 EPC 项目毛利率变动趋势，地面电站和分布式的毛利率区别？

光伏 EPC 毛利率趋势肯定是逐步往下走，因为行业竞争越来越激烈，但公司主要通过研发成果来保证行业竞争力。另外之前因为是金太阳项目的 EPC 毛利率较高，有 30%多，去年参与了部分光伏电站的业务，所以总体的光伏 EPC 毛利率下降。

地面电站 EPC 毛利率会低，在 20%左右。屋顶分布式是 30%以上。近几年都能维持这样的毛利率情况。如果 EPC 只是做些简单的安装，毛利率会很低，但增加系统设计、维护一条龙服务会好一点。

今年 EPC 毛利率会下降 1-2 个点，净利率希望能够保持。现在做分布式的成本，自己做的不超过 6 元/W，组件 4 元，逆变 5 角，其他的就是 BOS 系统。

### 5、货品销售业务？

幕墙材料，如果包安装的就是幕墙工程。新能源产品近几年保持 30%以上的增速，光伏、光热产品。因为产品相对工程体量小些。产能对我们来讲没限制。ITO 膜自己制作导电玻璃，也单卖给玻璃厂。新能源产品部分毛利率还是稳定的。

### 6、分布式项目推广发展？

国家公布的分布式 8GW 装机量受到市场质疑，分布式的发展空间是存在的，但需要政策配套需要考虑。我们自己愿意投资 0.42 元补贴的项目，投资回报还是不错的，按 0.42 元算的分布式的投资回收期是 6 年左右。

当前分布式政策一个接一个出来，但是执行环节有问题。本来分布式规模不大，

执行起来有点难，其实现在还看不到分布式呈爆炸性增长趋势。也有些消息称，相关部委在做一些调研，有可能推出后续的相关政策。

分布式推广的难点：因为现在转换成度电补贴，屋顶需要第三方投资，要找 EPC 公司，还要跟业主有约定，电费、定价等等环节，还有建设过程中的一些问题。再加上规模比较小，大的投资方很难参与进来。

#### 7、公司 2013 年应付周转天数增长很多原因？

公司的几大材料供应商，铝材，玻璃，电池板，主要是这些，公司业务规模大了，议价能力增强。

#### 8、各类光伏组件衰减率？

光伏组件转换率的衰减，多晶硅 20 年下来不超过 10%，单晶硅 10% 多，薄膜最多到 20%。屋顶项目具体是单晶还是多晶，要看客户价格、要求发电量等等。

#### 9、分布式并网没有储能系统？

公司的并网项目都没有储能功能，不会对电压稳定性造成冲击，技术上没有问题。一般分布式都建在大型屋顶厂房上，发的电自己都能消耗掉，不影响正常电网运行。

#### 10、公司资本成本？

国内短期借款成本百分之 7 点多，长期资金，去年用了海外的一个银团的贷款有百分之 5 点多。

#### 11、公司的资本开支计划？

今年资本开支用在研发大楼 2 亿元。BOT 自建电站项目 13 个亿，我们不愿意借银行杠杆，因为国内利率很高。另外只有大型电站才能找国开行借款，分布式很难借到款，因为项目小且复杂，公司希望有专门的基金来合作发展。

#### 12、公司的股权激励以及员工福利待遇？

发了三批购股权，从高管到员工都有。行权上，高管层、董事没有动过，陆续行权的都是员工。

福利：车间工人年收入一般都有 4-5 万。公司有康乐设施，游泳池，健身房，这

个厂区有 1,000 人，在工厂住的是部分工人和大学生，大部分员工约 80%都住市区。

施工队都是外包，他们不是公司员工。各地办事处只有销售人员和项目经理。工程队是别人的，兴业做总 EPC，公司的工人都在自己的生产车间里。

### 13、公司未来的发展方向？

地面电站我们会继续拿资源，但未来发展的方向还在分布式。我们的优势也是在分布式上。今年分布式 8GW 肯定做不完，地面电站发展国家是慢慢限制的。我们会适当参与一些地面电站。刘总所述做资源的整合者，上半年可能有一些消息公告出来。

以前讲到分布式公司有 10%的份额，去年超过 10%，我们地面电站项目参与的少。公司主要是 EPC 为主，电站运营也会培养，但不想到处分散去做。武威的 1.1GW 路条是当地政府去协助拿的。公司目前还是以工程 EPC 为主，产品未来希望未来能达到收入 3 成，7 成为 EPC（包括光伏和幕墙）收入。

## 【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。