

买入 (首次)

兴业太阳能 (0750. HK)

目标价: 15.48 港元

现价 : 9.88 港元

光伏 EPC 业务高速增长

预期升幅: 56.7%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2014.5.12

收盘价(港元)	9.88
总股本(百万股)	666
总市值(亿港元)	65.80
净资产(百万元)	2,599
总资产(百万元)	6,301
每股净资产(元)	3.90

数据来源: Wind

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4,151	5,712	7,488	9,729
同比增长	33.99%	37.63%	31.08%	29.93%
净利润(百万元)	491	718	911	1,139
同比增长	49.28%	46.44%	26.75%	25.09%
毛利率	23.81%	22.99%	22.96%	22.56%
净利润率	11.82%	12.58%	12.16%	11.71%
净资产收益率	18.88%	21.13%	22.39%	22.54%
每股收益(元)	0.75	1.04	1.31	1.64
市盈率	10.56	7.66	6.05	4.83
股息率	0.91%	1.30%	1.65%	2.07%

数据来源: 公司资料、兴证香港

相关报告

投资要点

- **首次覆盖给予买入评级，目标价 15.48 港元，较现价有 56.7% 的上升空间。** 兴业太阳能作为专业的绿色建筑和光伏系统解决方案供应商，受益于中国光伏终端装机爆发式增长，公司未来 3 年业绩有望高速增长。我们给予兴业太阳能未来 12 个月内 15.48 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 12.0、9.5、7.6 倍，目标价较现价 9.88 港元约有 56.68% 的上升空间，故首次给予其“买入”投资评级。
- **国内光伏装机爆发式增长，兴业太阳能受惠。** 雾霾治理引致清洁能源需求加上光伏政策助力，国内光伏终端装机市场被激活。2013 年中国新增光伏装机 11.3GW，占全球新增装机量的 30.5%，呈爆发式增长态势。国家能源局规划 2014 年中国光伏项目 14GW，其中分布式光伏装机 8GW，地面电站装机 6GW，兴业太阳能因在光伏 EPC 建设领域的具有领先优势而受惠。
- **光伏 EPC 业务高速增长。** 2013 年公司光伏 EPC 项目完工 340MW，预计今年完成至少 500MW (40%地面电站，60%分布式)。当前在手 EPC 订单 320MW，另外武威项目一期计划 300MW、珠海项目一期 150MW 项目均可能带来超预期的 EPC 建设量。公司还预计 2014 年将完成 200-300MW 的 BOT 自建光伏项目。
- **布局战略新兴产业，专注清洁能源应用。** 兴业太阳能抓住历史机遇，前瞻性的将业务布局在三大战略新兴产业，专注清洁能源应用。在节能环保领域，引进高性能幕墙型材系统，研发更加节能环保的墙体材料；新能源领域，以光伏和光热产品为核心，大力发展光伏 EPC 工程和 BIPV 工程；新材料领域，结合公司业务，研发、生产 ITO 薄膜、高吸热性蓝膜等高新技术基础材料。

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

目 录

1、公司概况	- 4 -
1.1 专业的绿色建筑和光伏系统解决方案供应商	- 4 -
1.2 兴业太阳能的发展历程	- 5 -
1.3 公司的股权结构及控股股东	- 5 -
1.4 过往业务发展概况	- 6 -
2、国内光伏装机爆发式增长的受惠者	- 8 -
2.1 可再生能源行业—光伏行业简介	- 8 -
2.2 光伏制造产能过剩，行业持续整合	- 10 -
2.3 政策助力光伏渐出低谷	- 11 -
2.4 2013 年中国光伏终端装机量爆发式增长	- 12 -
2.5 且行且复苏，未来行业增长空间巨大	- 13 -
2.6 推广分布式光伏发电，兴业太阳能受益	- 15 -
3、核心竞争优势助推公司持续高速增长	- 17 -
3.1 光伏项目 EPC 具备先发优势	- 17 -
3.2 自建电站出售带来新的利润增长点	- 18 -
3.3 布局战略新兴产业，专注清洁能源应用	- 19 -
3.4 具备拓展新业务渠道优势	- 20 -
3.5 持续的研发创新，参与行业标准制定	- 21 -
3.6 专业管理团队优势，股权激励到位	- 21 -
4、财务状况稳健	- 22 -
5、盈利预测与估值	- 23 -
5.1 营业收入预测	- 23 -
5.2 经营费用及利润表预测	- 24 -
5.3 目标价	- 25 -
5.4 光伏行业公司估值比较	- 25 -
6、风险因素	- 25 -

图表目录

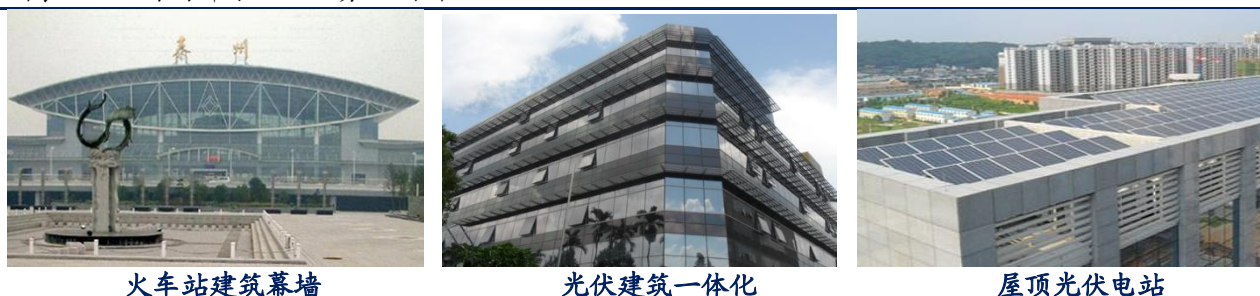
图表 1、公司的部分项目业务示例图.....	- 4 -
图表 2、兴业太阳能的发展历程.....	- 5 -
图表 3、兴业太阳能发展过程中的里程碑事件.....	- 5 -
图表 4、公司主要股权结构.....	- 5 -
图表 5、公司的主营收入和经营利润.....	- 6 -
图表 6、公司的综合毛利率、净利率.....	- 6 -
图表 7、各分部业务的收入结构.....	- 7 -
图表 8、各分部业务毛利率.....	- 7 -
图表 9、太阳能行业的分类.....	- 8 -
图表 10、兴业太阳能业务在光伏产业链业务示意图.....	- 9 -
图表 11、多晶硅价格走势.....	- 10 -
图表 12、光伏组件的价格走势.....	- 10 -
图表 13、近几年我国出台的主要光伏产业政策.....	- 11 -
图表 14、全球新增光伏装机量分布及增速.....	- 13 -
图表 15、全球和中国的光伏组件产量.....	- 14 -
图表 16、近期光伏组件价格走势.....	- 14 -
图表 17、全球累计光伏装机量分布及增速.....	- 14 -
图表 18、公司部分光伏 EPC 项目示例.....	- 17 -
图表 19、珠海东澳岛兆瓦级智能微电网示范项目.....	- 18 -
图表 20、珠海出售 15MW “金太阳” 项目收益构成.....	- 18 -
图表 21、中国七大战略新兴产业.....	- 19 -
图表 22、公司布局战略新兴产业.....	- 19 -
图表 23、公司生产的高新材料产品.....	- 19 -
图表 24、太阳能光热产品.....	- 20 -
图表 25、兴业太阳能产业基地布局.....	- 20 -
图表 26、盈利能力指标.....	- 22 -
图表 27、经营效率比率.....	- 22 -
图表 28、财务风险指标.....	- 22 -
图表 29、ROE 杜邦分解式.....	- 22 -
图表 30、公司收入预测汇总表.....	- 23 -
图表 31、利润预测表.....	- 24 -
图表 32、2009-2013 年历史 PE Band.....	- 25 -
图表 33、2009-2013 年历史 PB Band.....	- 25 -
图表 34、港股同类公司估值比较.....	- 25 -

1、公司基本概况

1.1 专业的绿色建筑和光伏系统解决方案供应商

中国兴业太阳能技术控股有限公司（简称“兴业太阳能”，港股代码：0750.HK）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。兴业太阳能目前形成了以太阳能应用为核心的新能源产业，以建筑节能为核心的节能环保产业，以功能性膜材料为核心的新材料产业。

图表 1、公司的部分项目业务示例图



资料来源：公司资料、兴证香港

传统玻璃幕墙业务：1995 年公司成立之初即开展传统幕墙工程的设计、装配及安装。2013 年 10 月，珠海兴业绿色建筑科技有限公司入选“2012 年度中国建筑幕墙 50 强企业”，名列第 11 名。公司近年将传统幕墙业务与“光伏建筑一体化”、“光热建筑一体化”等结合起来，积极推进绿色环保建筑业务。

太阳能业务：兴业太阳能于 2004 年开始研发太阳能发电技术，目前已在多个太阳能应用领域具有领先地位。公司是建设部授予第一家 BIPV 应用示范企业，在国内 BIPV 领域是技术的领航者；公司在屋顶分布式光伏电站 EPC 建设领域有丰富的项目设计、安装和运营经验；公司于 2013 年开始承接大型地面光伏电站的 EPC 建设业务；在智能微电网技术上，公司拥有自主知识产权，业内领先。

—BIPV (Building Integrated Photovoltaic, BIPV) 光伏建筑一体化系统。

—EPC (Engineering Procurement Construction) 是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。

产品销售：公司的货品销售部分包括传统幕墙材料、可再生能源产品（主要是光伏、光热产品）和新材料（ITO 膜、调光膜、调光玻璃等）三大类。具体主要销售产品有太阳能电池、光伏组件、太阳能集热器、空气源热泵、选择性吸热膜、ITO 膜、智能液晶调光膜/玻璃、幕墙材料、光伏产品等。

1.2 兴业太阳能的发展历程

图表 2、兴业太阳能的发展历程

1995	珠海兴业幕墙工程有限公司成立。
2004	开始研发太阳能发电技术。
2007	完成第一个 BIPV 项目——北京奥体中心。
2009	1 月 13 日在香港联交所主板成功上市，股票代码：0750.HK。
2010	入选“2009 年度中国建筑幕墙 50 强企业”，名列第 10 位。
2011	完成我国首个基于海岛的兆瓦级“风光柴蓄”智能微电网系统。
	兴业太阳能湖南产业园正式投产。
	ITO 薄膜产品成功投产。
2012	湖南湘潭九华示范区 20.8MW 屋顶光伏电站兴业园区并网运行。
	兴业太阳能珠海高新区产业园正式投产。
	智能液晶调光玻璃、选择性吸热膜产品成功投产
2013	获批准成立广东省工程技术研究中心

资料来源：公司资料、兴证香港

1.3 公司的股权结构及控股股东

控股股东—刘红维。刘红维先生为公司创始人，现为公司董事会主席兼首席执行官。刘红维控股投资公司-Strong Eagle，持有其 53% 股权，而 Strong Eagle 于 2011 年 12 月 31 日占本公司已发行股本约 38.08%。

Strong Eagle Holdings Ltd. 分别由刘红维先生、孙金礼先生、谢文先生、熊湜先生、卓建明先生及李会忠先生拥有 53%、15%、11%、8%、9% 及 4% 的股份。

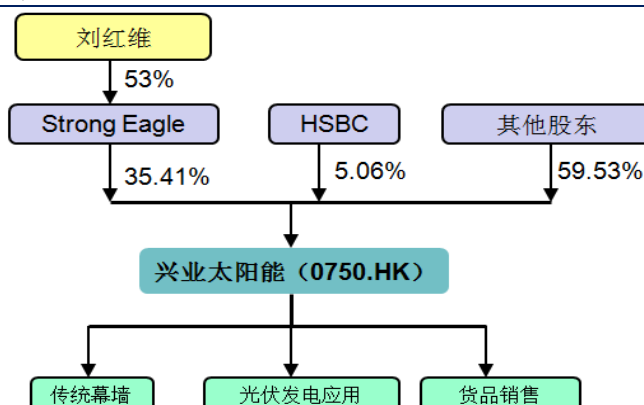
公司的最新股权结构如图 4 所示：

图表 3、兴业太阳能发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 4、公司主要股权结构



资料来源：公司资料、兴证香港

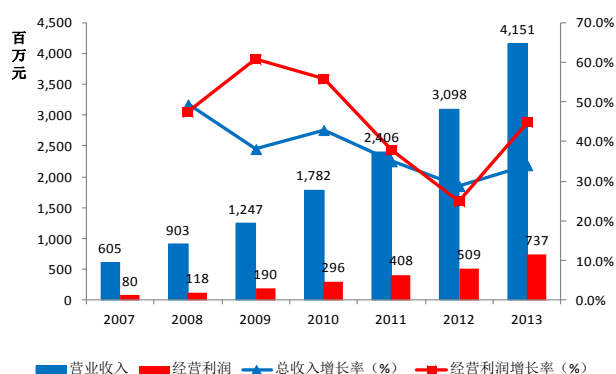
公司的核心管理团队稳定，核心团队一起合作超过 20 年。其中孙金礼、谢文、熊湜和刘红维等管理层是大学同学和校友。

1.4 过往业务发展概况

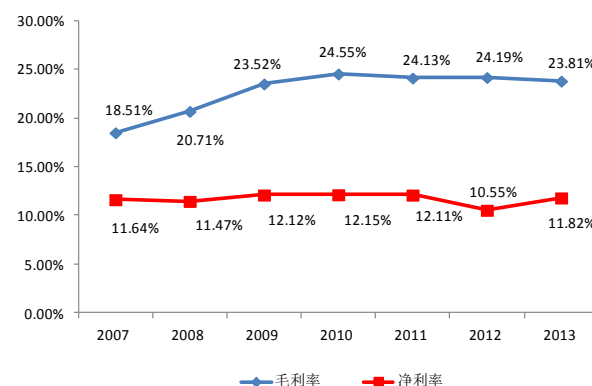
近几年兴业太阳能的收入和经营利润均保持高速增长，2007-2013 年，公司营业收入复合增速为 37.9%，经营利润复合增速达 44.8%。随着营收规模的上升，公司在 2009 年上市后营收和净利润增速有下降趋势，但综合毛利率和净利率均保持相对稳定。

最新 2013 年经营业绩：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。

图表 5、公司的主营收入和经营利润



图表 6、公司的综合毛利率、净利率



资源来源：公司资料、兴证香港

资源来源：公司资料、兴证香港

基于产品和服务类型，公司现有的收入主要可分为三个主要业务板块：

(1) 传统幕墙—幕墙结构主要用于高层建筑和机场、火车站、文化中心、会议和展览中心等公共建筑。近年来公司幕墙业务积极拓展工商楼宇和高档住宅市场，大力推进绿色环保建筑业务相结合的“光伏建筑一体化”和“光热建筑一体化”。

(2) 太阳能 EPC 业务—包括屋顶分布式、地面光伏电站，光伏建筑一体化等项目工程的 EPC 业务。

自 2009 年国家推出“金太阳”示范工程项目和“太阳能光电建筑”(又称“太阳能屋顶计划”)示范项目起，公司就是光伏建筑一体化和分布式光伏应用领域的领先企业。2013 年国内光伏装机市场的爆发，公司的更多的光伏 EPC 业务订单来自于工商业业主的自建项目。公司亦于 2013 年开始承接大型地面光伏电站的 EPC 建设业务。

公司还是国内 BIPV 领域内的领航者；公司拥有自主研发的智能微电网核心技术。

公司在珠海东澳岛建成并运营的微智能电网项目和湖南湘潭 20.8MW 屋顶光伏电站项目均是国内光伏应用的示范项目。

(3) 货品销售—包括传统幕墙材料, 可再生能源产品(如光伏、光热等产品), 新材料产品(ITO 膜和智能调光玻璃)。

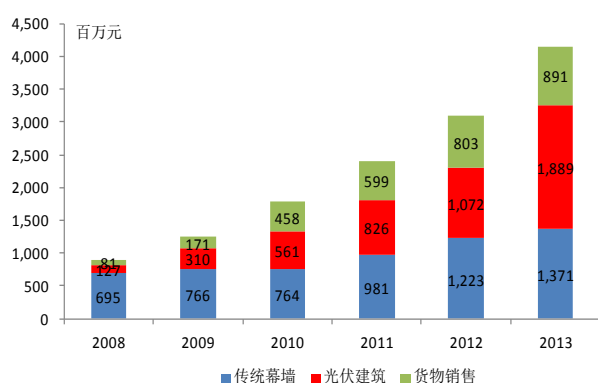
公司货物销售板块中产品呈现多样化趋势。除了传统的幕墙材料和可再生能源材料(光伏、光热产品)外, 为获得高额利润, 公司还将重点定位于数年后的中高端幕墙市场, 于 2011 年投产了一种新材料产品-ITO 膜。

ITO, 又称铟锡氧化物, 是一种导电材料, 通电后具有透明性。ITO 膜应用范围很广, 公司生产的 ITO 膜可制作智能液晶调光膜, 液晶调光膜使用夹层玻璃制造工艺可制造出调光玻璃, 其透明度可经电源开关调节。

另外, 公司运营的珠海东澳岛智能电网示范项目可以获得售电业务收入, 2013 年实现售电收入 540 万元。公司在 2013 年还实现提供设计及其他服务 610 万元。

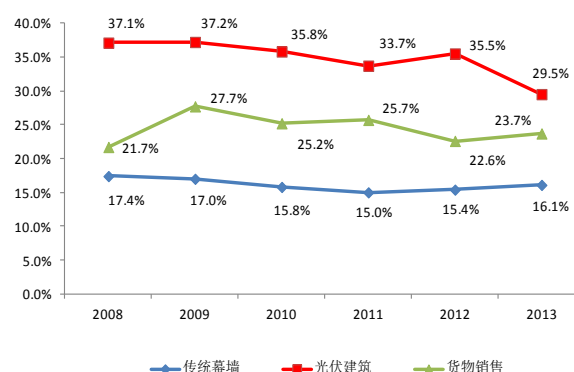
公司的三个主要业务板块的收入构成和毛利率走势如下图所示:

图表 7、各分部业务的收入结构



资料来源: 公司资料、兴证香港

图表 8、各分部业务毛利率



资料来源: 公司资料、兴证香港

传统幕墙业务的毛利率较为稳定, 因近年公司有选择性的承接更多比例的节能环保幕墙工程, 因此毛利率得以保持。货品销售在过往几年随着公司有新的产品的不断投产而有所波动, 当新产品量产后有望保持稳定趋势。

光伏 EPC 市场本身竞争激烈, 长期看呈下降趋势, 但是公司通过提供系统设计、集成等高附加值业务来保持毛利率水平。一般分布式光伏项目 EPC 的毛利率在 30%以上, 而地面电站的 EPC 在 20%左右, 2013 年公司因有部分地面光伏电站 EPC 业务, 致使光伏 EPC 分部毛利率明显下降。

2、国内光伏装机爆发式增长的受惠者

2.1 可再生能源行业—光伏行业简介

20世纪70年代后，随着现代工业的发展，全球能源危机和大气污染问题日益突出，传统的燃料能源正在一天天减少，对环境造成的危害日益突出，同时全球约有20亿人得不到正常的能源供应。此时，全世界都把目光投向了可再生能源，包括风能、光能、核能等等。人们希望可再生能源能够改变人类的能源结构，以维持长远的可持续发展，而太阳能以其独有的优势而成为人们重视的焦点。

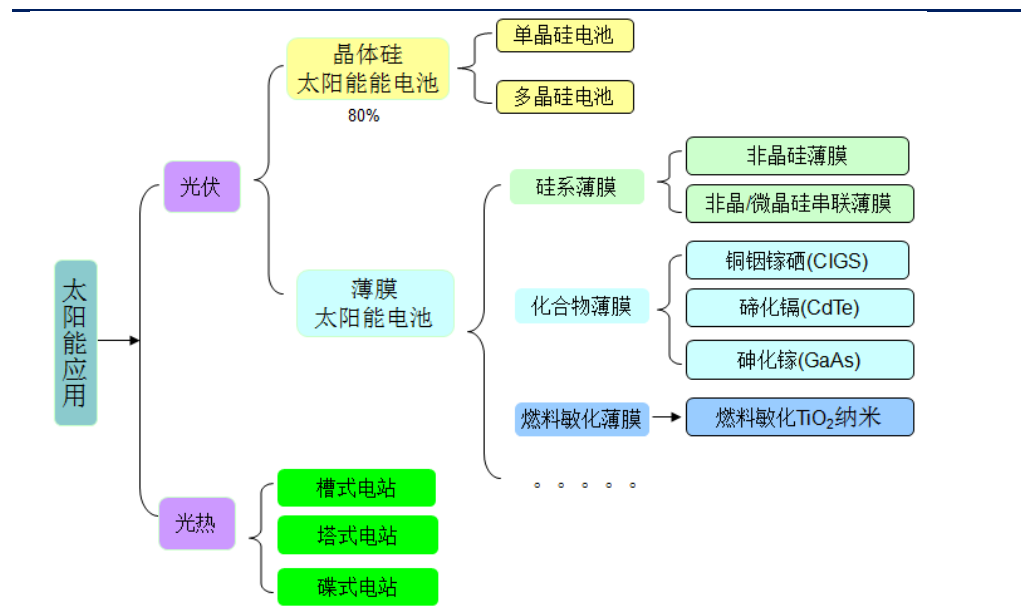
丰富的太阳辐射能是重要的能源，是取之不尽、用之不竭的、无污染、廉价、人类能够自由利用的能源。太阳能每秒钟到达地面的能量高达80万千瓦时，假如把地球表面0.1%的太阳能转为电能，转变率5%，每年发电量可达 5.6×10^{12} 千瓦小时，相当于世界上能耗的40倍。正是由于太阳能的这些独特优势，20世纪80年代后，太阳能电池的种类不断增多、应用范围日益广阔、市场规模也逐步扩大。

太阳能发电简单可分为光热发电和光伏发电。

光热发电是指利用大规模阵列抛物或碟形镜面收集太阳热能，通过换热装置提供蒸汽，结合传统汽轮发电机的工艺，从而达到发电的目的。

光伏发电是利用半导体界面的光生伏特效应而将光能直接转变为电能的一种技术。“光生伏特效应”指光照能使半导体材料的不同部位之间产生电位差。

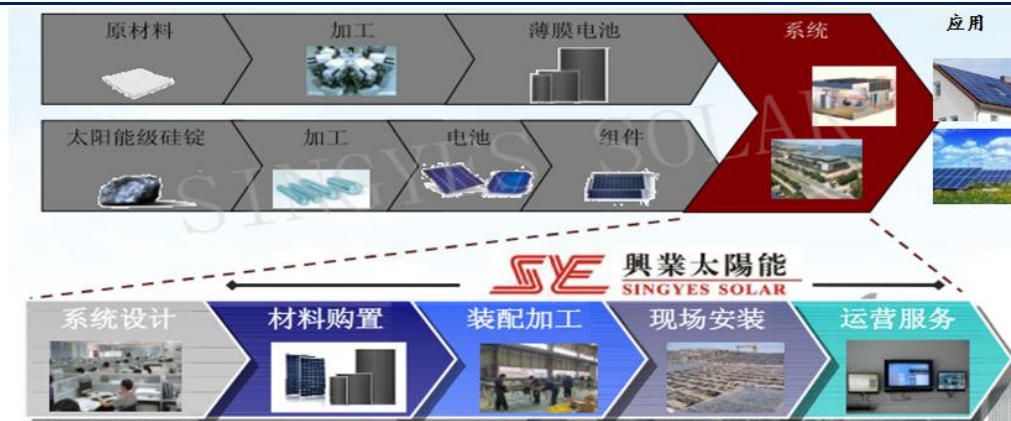
图表9、太阳能行业的分类



资料来源：兴证香港

按照光伏材料分类，光伏发电又主要可以分为晶硅类太阳能电池和薄膜类太阳能电池。晶硅类电池转换效率较薄膜电池高，目前普通多晶硅电池效率在16-18%左右，普通单晶硅电池的效率约20-22%，而普通薄膜电池转换效率只有6-8%。当前全球超过80%的光伏电站采用的是晶体硅电池。

图表 10、兴业太阳能业务在光伏产业链业务示意图



资料来源：公司资料、兴证香港

从生产工艺和产业链条上看，晶硅产业链可分为硅料制备、提纯生成多晶硅、硅片制造、电池片制造、电池组件组装、系统集成和建造光伏电站。

兴业太阳能的主要光伏业务集中在光伏产业链的系统集成环节，包括系统设计、材料购置、装配加工、现场安装、运营服务等。公司至今已承接并实施了超过300个的光伏工程项目，累计装机达500MW以上，从项目类型上看主要集中在屋顶分布式光伏电站和光伏建筑一体化系统上。

光伏发电系统按安装位置的不同可以分为以下三大类：

1、地面光伏电站系统

地面光伏系统指建设在地面上的光伏系统，电池组件阵列通过没入地下的水泥基础和支架系统覆盖在地表。由于商用光伏组件的转换效率至今仍然偏低（<20%），所以单位装机容量占地较大，一般10MW地面电站占地达300-400亩。所以光伏电站适用于建设在光照充足、地价便宜的区域，如荒漠、戈壁或高原地区。

2、光伏建筑一体化系统，BIPV

光伏建筑一体化系统(BIPV)指光伏电池组件以建筑构件的形式出现，使得光伏成为建筑不可分割的一部分。BIPV系统中，光伏系统与屋顶、天窗、幕墙等融为一体。BIPV系统造价较高，而且由于建筑立面不一定朝向太阳，所以发电效率较低，主要用于形象展示的示范性工程。

3、屋顶光伏电站

依托于平屋顶或者坡屋顶安装的光伏发电系统，光伏系统的存在与否都不会对建筑功能产生影响，建筑屋顶仅作为光伏阵列的载体起支撑作用。屋顶光伏系统不额外占地，适用于人口稠密，空地少的城市地区。

此外，按是否接入市电电网，光伏发电系统还可以分为并网光伏系统和离网(独立)光伏系统。

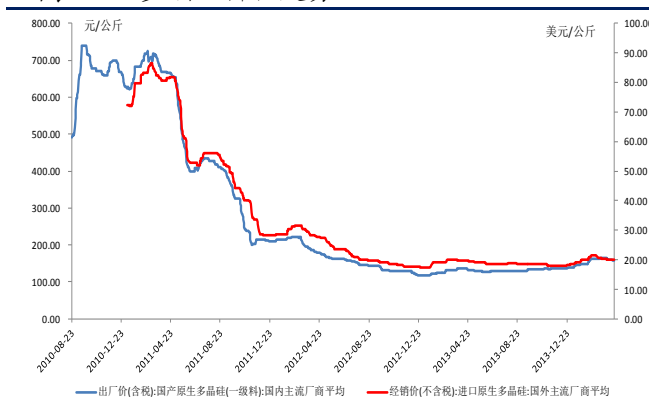
2.2 光伏制造产能过剩，行业持续整合

2008年全球金融危机之后，各国政府出台了宽松货币政策以及部分欧盟国家对光伏装机的高额补贴刺激光伏装机需求。2009-2011年全球新增装机分别为7GW、17GW和30GW，至2011年底全球需求达到最高峰，自2010年下半年到2011年上半年，光伏行业也经历了一轮大牛市。

由于下游国际市场需求的迅速增长，全球包括国内光伏企业都开始大幅扩张自身的产能，光伏行业产能过剩在所难免。例如多晶硅硅料，2011年全球多晶硅产能36万吨，实际产量24万吨，足以制造40GW以上组件；光伏组件产能过剩更为严重，2011年全球晶硅光伏组件产能46GW，中国产能即达32GW，占7成以上，实际上当年光伏组件出货量23GW；2012年全球晶硅组件产能60GW，中国的产能就高达40GW，而当年全球光伏的装机容量也仅为30GW。

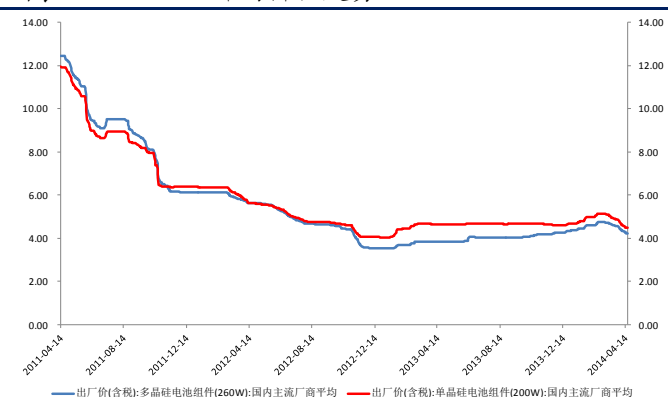
产能严重过剩带来的结果是光伏产品价格的持续下降。以多晶硅为例，多晶硅的价格从2011年年初的80-90美元/公斤一直下降到2013年16-18美元/公斤；光伏组件从2011年的1.7-1.8美元/瓦下降到2013年的0.55-0.60美元/瓦。

图表 11、多晶硅价格走势



资料来源: Wind、兴证香港

图表 12、光伏组件的价格走势



资料来源: Wind、兴证香港

2011年欧洲债务危机爆发，欧洲主要光伏装机大国如德国、意大利等纷纷下调财

政补贴，光伏终端市场需求快速萎缩。由于中国光伏组件出口依存度极高，2010年之前98%的产品出口欧美市场，2011年这项比例仍然高达90%。与此同时，欧美对中国光伏产品发起的“双反”更是雪上加霜。产品价格快速下降带来企业盈利的下降，甚至亏损，最终资金断裂和倒闭破产，光伏全行业进入寒冬，被迫进行去产能化，进行行业整合。据统计，2011年我国光伏企业数为262家，2012年已经降至112家。截至2013年上半年，已投产多晶硅企业为43家仅剩6家企业尚在开工生产，其余企业均已关闭生产线，即有86%企业已经停产。昔日光伏龙头企业无锡尚德宣布破产，骨干企业赛维LDK及各大光伏名企均陷入持续亏损经营状态，超日太阳等出现债务违约。国外光伏企业巨头也是不断传出企业破产的新闻。

2.3 政策助力光伏渐出低谷

面对美国“双反”、欧洲反倾销下的欧美市场萎缩，中国光伏企业开始将更多的目光转向国内市场。同时政府为了促进产业转型升级，开发国内的光伏终端装机市场，中国政府开始借鉴欧美的政府补贴模式，以2009年启动的“太阳能屋顶计划”和“金太阳工程”为标志，政府不断加大对光伏产业的补贴力度，推动国内光伏装机市场的发展。

图表13、近几年我国出台的主要光伏产业政策

2009.3	财政部、住房和城乡建设部联合发布《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》	实施“太阳能屋顶计划”，随后发布的《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，对2009年太阳能光电建筑应用项目提供每瓦20元固定补贴。
2009.7	财政部、科技部和国家能源局联合发布《关于实施金太阳示范工程的通知》	同时发布《金太阳示范工程财政补贴资金管理暂行办法》，明确了补助标准。
2011.7	国家发改委发布《太阳能光伏发电上网电价政策的通知》	制定光伏发电标杆上网电价，2011年7月1日以前核准建设、2011年12月31日建成投产的太阳能光伏发电项目上网电价统一核定为每千瓦时1.15元；2011年7月1日及以后核准的及2011年12月31日以后建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏外，上网电价均按每千瓦时1元执行。
2012.2	国家工信部正式下发《太阳能光伏产业“十二五”发展规划》	到2015年形成：多晶硅领先企业达到5万吨级，骨干企业达到万吨级水平；太阳能电池领先企业达到5GW级，骨干企业达到GW级水平；单晶硅电池的产业化转换效率达到21%，多晶硅电池达到19%，非晶硅薄膜电池达到12%，新型薄膜太阳能电池实现产业化。
2012.3	国家科技部发布《太阳能发电科技发展“十二五”专项规划》	实现太阳能大规模利用，发电成本可与常规能源竞争；突破规模化生产和规模化应用技术；全面布局开展晶体硅电池、薄膜电池及新型电池技术研发；全面部署材料、器件、系统和装备科技攻关；
2012.7	国务院印发《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到2015年，太阳能发电装机容量达到2100万千瓦以上，光伏发电系统在用户侧实现平价上网。太阳能热利用安装面积达到4亿平方米。
2012.8	国家能源局发布《可再生能源发展“十二五”规划》	可再生能源发电在电力体系中将上升为重要电源，到2015年可再生能源发电量争取达到总发电量的20%以上。
2012.9	国家能源局发布《太阳能发电发展“十二五”规划》	提出到2015年底，太阳能发电装机容量达到2100万千瓦以上，年发电量达到250亿千瓦时。
2012.10	国家能源局下发了关于印发《分布式光伏发电示范区实施方案编制大纲》	标志着分布式发电示范项目正在积极快速的落实。
2012.10	国家电网公布《关于做好分布式光伏发电并网服务的工作意见》	国家电网正式宣布支持分布式光伏发电并网服务工作的意见，指10千伏以下电压等级接入电网，只需申请，无需费用。全额收购发电量。随后发布系列文件《关于促进分布式光伏发电并网管理工作的意见（暂行）》和《分布式光伏发电接入配电网技术规范（暂行）》。
2012.12	国家发展改革委、国家电监会发出《关于可再生能源电价补贴和配额交易方案（2010年10月-2011年4月）的通知》	可再生能源电价附加调配、补贴等有关事项进行明确。
2013.3	国家电网发布《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》	继2012年发布《关于做好分布式光伏发电并网服务工作的意见》后，出台的积极促进分布式能源发展的又一重大举措，一系列标准和细则的制定，将优化并网流程，简化并网手续，提升服务效率，切实提高分布式电网并网的服务水平。
2013.6	国家能源局发布《分布式光伏发电示范区工作方案》	明确要求各省份额能源局在7月10日前完成实施方案并上报，获批示范区需在7月底前启动项目建设。

2013.7	国务院发布《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	上调 2015 年的装机量从 21GW 到 35GW，增幅 66%。规定新上项目单晶电池效率高于 20%、多晶电池高于 18%，同比与当前效率上升 6%，定义高效产能标准，接近平网电价激发自主性安装需求。
2013.7	国家发改委发布《分布式发电管理暂行办法》	鼓励企业、专业化能源服务公司和包括个人在内的各类电力用户投资建设并经营分布式发电项目，豁免分布式发电项目发电业务许可。
2013.7	财政部印发《关于分布式光伏发电实行按照电量补贴政策等有关问题的通知》	国家将对分布式光伏发电项目按电量给予补贴，补贴资金通过电网企业转付给分布式光伏发电项目单位。
2013.8	国家能源局与国家开发银行共同发布《关于支持分布式光伏发电金融服务的意见》	通过加强金融服务支持分布式光伏发电建设。
2013.8	国家发改委发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	通知明确，对分布式光伏发电项目，实行按照发电量进行电价补贴的政策，电价补贴标准为每千瓦时 0.42 元。对光伏电站实行分区域的标杆上网电价政策，根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区，分别执行每千瓦时 0.9 元、0.95 元、1 元的电价标准。
2013.8	国家发改委发布《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价的有关事项的通知》	将向除居民生活和农业生产以外的其他用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分钱提高至 1.5 分钱。将燃煤发电企业脱硝电价补偿标准由每千瓦时 0.8 分钱提高至 1 分钱。
2013.9	国家能源局发布《光伏电站项目管理暂行办法》	适用于作为公共电源建设及运行管理的光伏电站项目，光伏电站项目管理内容包括规划指导和规模管理、项目备案管理、电网接入与运行、产业监测与市场监管等环节的行政管理、技术质置管理和安全监管。
2013.9	财政部发布《关于光伏发电增值税政策的通知》	自 2013 年 10 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。
2013.9	工信部发布《光伏制造行业规范条件》	在生产布局与项目设立、生产规模和工艺技术、资源综合利用及能耗等多个方面划定门槛，以便进一步加强光伏制造行业管理，规范产业发展秩序，加快推进光伏产业转型升级。其中要求严格控制新上单纯扩大产能的光伏制造项目。随后 10 月份印发细则《光伏制造行业规范公告管理暂行办法》。
2013.11	国家能源局发布《关于印发分布式光伏发电项目管理暂行办法的通知》	政策通知成为分布式光伏发电最新利好政策，涉及总则、规模管理、项目备案、建设条件、电网接入和运行、计量与结算、产业信息监测及违规责任等细则。
2013.11	财政部发布《关于对分布式光伏发电自发自用电量免征政府性基金有关问题的通知》	自 11 月 19 日起对分布式光伏发电自发自用电量免收可再生能源电价附加。
2014.2	国家能源局关于下达 2014 年 14GW 光伏新增建设规模通知	2014 年我国计划新增光伏装机 14GW，其中分布式光伏装机 8GW，地面电站装机 6GW。

资料来源：国家部委网站、互联网、兴证香港

因此，国家出台了一系列促进光伏产业发展的政策措施，各地方省市也积极响应，全国多个地方关于光伏产业的优惠政策也频频推出。

在从上至下一系列政策助力下，国内光伏终端市场迅速被激活，装机量快速上升。2013 年新增装机 11.3GW，同比增长 222.9%，占全球新增总量的 30.5%，世界新增装机量排名第一。

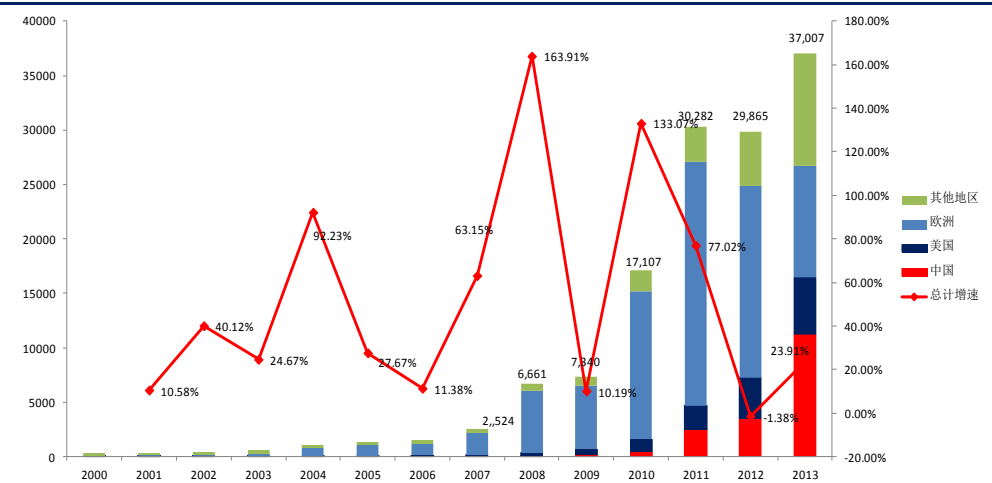
2.4 2013 年中国光伏终端装机量爆发式增长

根据欧洲光伏行业协会（EPIA）公布的 2013 年全球光伏产业统计数据，2013 年度全球光伏新增装机容量达 37,007MW，较 2012 年同期增加 7,142MW，增幅为 23.9%。其中，中国光伏装机容量的爆发式增长是推动全球光伏新增装机上升的主要推动力量。

2013 年中国新增光伏装机量爆发式增长。除个别年份（如 2012 年）外，从全球新增装机总量上看保持持续增长。其中 2013 年新增装机 37.0GW，同比增长 24%。2013 年中国光伏新增装机容量达到 11.3GW，同比增长 222.9%，呈爆发式增长态势，中国年度新增装机占全球总量的 30.5%；2013 年美国光伏新增装机量排在全球第二位，装机量为 5.15GW，占全球总装机量的 13.9%；欧洲的装机量则自 2011

年后呈现明显下降，2013 年新增装机 10.3GW，与 2011 年的 22.4GW 相比减少过半。

图表 14、全球新增光伏装机量分布及增速



资源来源：EPIA、兴证香港

2.5 且行且复苏，未来行业增长空间巨大

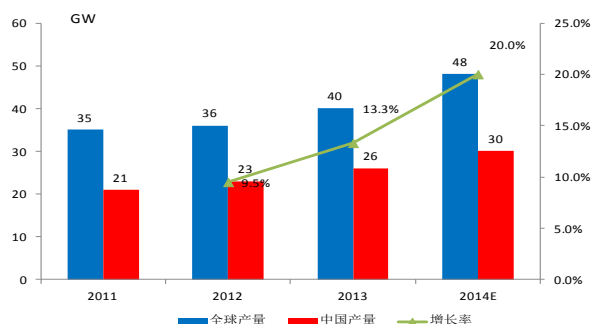
从产业周期的角度来看，从2008年之后，全球光伏产业进入一种非理性高速增长阶段，2011年受供求关系以及欧美双反政策的影响，光伏行业进入低谷期，从2011年中期到2013年中期，行业快速滑入低谷进行整合，2013年下半年，行业基本面略有好转，部分光伏制造企业实现了单季度经营盈利，预计2014年行业依旧随着市场需求回升而呈复苏态势。

光伏专业研究机构NPD Solarbuzz发布的多晶硅和硅片供应链季度报告显示，2014年太阳能和半导体级多晶硅需求预计将大幅上涨至28.2万吨，比去年增加25%。多晶硅需求上涨的主要还是终端市场光伏组件出货量的增加，预计2014年太阳能光伏组件出货量将达到近49GW。

2013年全球光伏组件产量40GW，同比增长9%，其中全球主要组件生产国如欧洲、日本和美国的组件产量分别为3.5、2.8和1.2GW，我国光伏组件产量约为26GW，同比增长13%，连续7年位居全球首位。随着市场回暖，部分大型电池组件企业在一、四季度也相继实现了单季度的盈利。

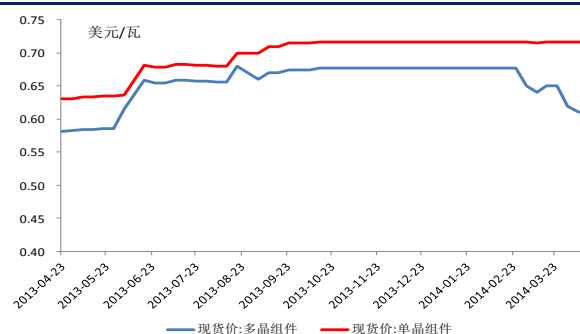
从晶硅组件的市场价格看，以多晶硅光伏组件为例，从2013年一季度的0.55美元/瓦上涨到0.66美元/瓦，一季度是光伏装机淡季，所以近期价格有所回落。

图表 15、全球和中国的光伏组件产量



资源来源：中国产业信息网、兴证香港

图表 16、近期光伏组件价格走势



资源来源：Wind、兴证香港

2014年，随着行业整体的回暖以及光伏发电成本持续下降，我们预计全年组件产量继续呈现增长态势，全年有望达到46-49GW，我国组件产量有望达到30GW。因为电池及组件整体产能依然过剩严重，光伏组件的价格可能依然维持一个较低的状态，多晶组件可能在0.6美元/瓦上下波动。

2013年，全球新增光伏装机37.3GW，同比增长24%，中国光伏新增装机爆发式增长，新增11.3GW，同比增长222.9%。截至2013年底，全球光伏累计光伏装机达136.7GW。其中欧洲地区占比58%，美国、中国和日本等新兴市场装机量增长迅速。

图表 17、全球累计光伏装机量分布及增速



资源来源：EPIA、兴证香港

中国光伏终端市场仍有巨大提升空间。从我国下游电站开发来看，目前电站建设享受如电价补贴和增值税减半等一系列直接财税利好，光伏电站的投资收益率能维持在10%以上水平，导致地面光伏电站开发进入了爆发阶段。已有的数据显示，目前国内已披露的达成意向、签约以及正在开发建设的光伏项目达到130GW，甚至比国家新拟定的到2015年装机容量达35GW的“十二五”目标还要高出3倍之多。

按《国家能源局关于下达2014年14GW光伏新增建设规模通知》中所述，2014年我国计划新增光伏装机14GW，同比增长24%，其中分布式光伏装机8GW，地面电站装机6GW。

据Solarbuzz预测，2014年全球太阳能光伏需求将从2013年的36GW上升至49GW。而据Solarbuzz最新发布报告称，2014年第一季度全球太阳能电池的需求超过9GW，同比增长35%。其中，增长显著的日本和英国占了总需求的1/3以上。据Solarbuzz分析，通常第一季度的需求量在年需求量中所占的比例为20%以下。比如，2013年第一季度的需求量约为7GW，年需求量则在37GW以上。由此推算，2014年全年的太阳能电池需求量亦可能会超过之前预测的49GW。

而据市场调研公司IHS的报告最新预测，2014年全球光伏装机量将比原先预期数据增长12%至46吉瓦，较2013年市场规模增长22%。IHS认为中国与日本扶持政策的修订是装机量增长的重要原因之一。IHS还预计2014年中国与日本光伏装机量约占到2014年新增全球总规模的一半。

根据Solarbuzz最新出版的市场展望报告，太阳能光伏产业预计将在未来五年快速发展，2018年全球太阳能年度装机可能高达100GW。

2.6 推广分布式光伏发电，兴业太阳能受益

近些年我国雾霾气象频发，民众一方面对空气污染要求进行系统性治理，另一方面倒逼国家必须实行能源结构转型，大力发展清洁能源，而我国最适合的光伏发电的模式就是分布式光伏发电。

1、地面光伏电站适合我国西部地区。

我国地域宽广，西部太阳辐照度高，人口少，非耕地多，适合于建设大规模地面并网光伏电站。但东南沿海经济发达地区才是用电负载中心，如从西部荒漠地区引入光伏电力，由于建设新的输变点线路和长距离输电的巨大电损会导致成本大幅提高。

2、光伏建筑一体化(BIPV)系统有自身的缺陷。

因为BIPV系统往往要适应建筑本身的风格特点，并未最大限度利用光伏系统的发电能力，比如其光照倾角、朝向、间距等等，容易造成大量装机容量浪费。而且为了建筑美观，BIPV多采用薄膜光伏组件，转换效率也较晶硅电池低。

3、推广建筑屋顶分散式光伏发电系统。

在我国东南地区人口稠密的城市，虽然供电紧张但土地资源稀缺，建设地面光伏

电站并不可行。因此，通过光伏解决用电问题的最适宜方式是在东南沿海地区的建筑屋顶推广用户侧并网的光伏发电系统，通过自发自用补偿建筑公共用电，既不占用额外土地，通过短距离输电缓解了用电紧张状况，又有显著的减排生态效益。

此外，可再生能源发电(如风电、光伏发电)的瓶颈之一是老旧电网无法容纳不稳定的电力来源，电网升级改造需要巨额资金投入，以达到对电能的“智能”调配。而屋顶光伏系统可以在用户侧并网，降低了对电网电力的需求，减轻电网的配电压力，不需要对已有的电网改造。

i 并网光伏发电系统：并网光伏发电系统将所发电量并入电网，由电网进行管理和支配。系统与公用电网通过标准接口相连接，类似发电厂连接到国家电网的发电方式。根据所并入电网的节点不同，并网系统又可以分为用户侧并网和配电侧并网。

(1)用户侧并网是指光伏电力以用户直接可用的电压和相位直接提供给局域网，负载直接使用电力，不必经过任何一级变压器。用户侧并网系统的特点是单独为某一业务的电力负载供电，自发自用，自发电力不足时使用电网的电。

(2)配电侧并网是指光伏电力接入电网中某一级变压器的上游，即向大电网并网，并经过变压器逐级降压后，用户负载才能使用，这种系统产生的电力经过电网调配后输出电力供终端使用，往往适合于大型光伏发电系统。

ii 离网(独立)光伏发电系统：在内部封闭电路内消耗光伏电力，不与电网连接的发电方式。这种系统需要蓄电池来储存电力，供夜间或发电不足时候的电力消耗。在一些偏远无电场合，如偏僻农村，海岛沙漠，通信基站等特殊场所，离网光伏系统是有效的提供电力途径。

另外屋顶光伏系统的分散特性对能源安全与独立具有特别的意义，如在突发的自然灾害、战争、电网大规模故障时，仍可为民生提供一定量的基本用电。

因此，我们认为中国的光伏行业发展更适合以大规模建设屋顶电站为主，应以“**屋顶光伏电站为主、地面光伏电站为辅；发电自用为主、发电并网为辅**”作为中国光伏发电市场的发展模式。

兴业太阳能在以上三种光伏发电应用领域均具有丰富的项目经验，尤其在屋顶分布式光伏发电领域中具有丰富的系统集成设计、安装和运营项目的经验，公司过去几年在分布式光伏领域市场占有率超过10%，已迅速建立了光伏集成领域内的行业先发优势。

我国能源局规划2014年新增光伏装机14GW，其中分布式光伏装机达8GW，这确认了我国光伏装机以分布式作为重要发展方向，而兴业太阳能在分布式光伏系统集成领域具有领先优势，因此公司未来成长前景广阔。

3、核心竞争优势助推公司持续高速增长

3.1 光伏项目 EPC 具备先发优势

依托自身多年的建筑幕墙领域丰富的项目经验，兴业太阳能已成功开拓业务至光伏系统集成领域，并在此领域具有先发优势。兴业太阳能在传统幕墙领域有超过 16 年的承建经验，已经成功完成超过 600 个工程项目，拥有经验非常丰富的工程师团队。公司早在 2004 年就进军太阳能光伏 EPC 领域，因为光伏屋顶电站项目和光伏建筑一体化项目 (BIPV) 项目均涉及到传统建筑设计与施工和太阳能发电两个领域，对两个领域都要求有较高的研发、设计及施工经验，这对于有着丰富的建筑幕墙相关技术和经验积累的兴业是有利的，公司在太阳能光电建筑和屋顶分布光伏电站推广过程中具有明显的先发优势。

兴业太阳能作为国家级太阳能光电建筑一体化应用示范企业，已经承建了超过 300 个光伏建筑工程项目，其中威海市民中心为世界上最大的单体非晶硅光伏屋顶项目。由兴业投资建设的湖南湘潭九华示范区 20.8MW 屋顶光伏电站于 2011 年成功并网运行，此项目作为迄今为止国家“金太阳示范工程”支持的最大光伏项目，也是全球最大的集中连片式光伏屋顶电站。

公司于 2013 年完成 340MW 光伏 EPC 工程和 195MW 自建项目，包括部分地面光伏电站，并已出售自建电站 15MW。2014 年初，公司与武威市民勤县政府签订了战略开发协议，1.1GW 的地面电站项目正式进入到公司未来三到五年的规划中。

图表 18、公司部分光伏 EPC 项目示例



资料来源：公司资料、兴证香港

另外，公司在珠海东澳岛运营着兆瓦级智能微电网示范项目。东澳岛兆瓦级多能互补分布式发电智能微电网示范系统根据自然资源条件和海岛能源供应要求，为解决独立海岛和边远地区能源供应提供了重要出路，开辟了海岛、缺电地区和边远地区新能源利用和智能微电网建设的新局面，对南海开发、西部开发具有重要的战略示范意义。

图表 19、珠海东澳岛兆瓦级智能微电网示范项目



资料来源：公司资料、兴证香港

2013 年，东澳岛智能微网示范项目实现电力销售收入人民币 540 万元。

3.2 自建电站出售带来新的利润增长点

除太阳能 EPC 业务外，公司亦投资及兴建其自有的太阳能项目。截至 2013 年年底，公司完成约 195MW 的自建项目，其中约 115MW 的项目属于金太阳示范工程。

自建项目可以通过持有以获得经常性的售电收益，也可以通过出售获得投资收益。2013 年，公司向一名第三方出售了位于珠海的 15MW 太阳能屋顶项目，出售项目的收益净额为 19,625,000 元。目前可供出售电站装机容量为 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）。

图表 20、珠海出售 15MW “金太阳”项目收益构成

	人民币' 000
出售价	64,103,000
电站成本	(92,608,000)
记于其他费用部份	(28,505,000)
冲减递延收益	48,130,000
出售电站净收益	19,625,000
未收回之金太阳补贴	34,370,000
15MW 电站之最高收益	53,996,000

资料来源：公司资料、兴证香港

除上述者外，公司尚未收到的金太阳补助约为人民币 3,437 万元，该补助将须待若干条件达成后方可收到。因此，出售此 15MW 太阳能系统的最高潜在收益将达到人民币 5,400 万元。

3.3 布局战略新兴产业，专注清洁能源应用

2009 年 11 月初，温家宝总理向首都科技界发表了题为《让科技引领中国可持续发展》的讲话，正式提出战略性新兴产业概念。

2010 年 10 月 10 日，国务院发布国发文件《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。决定指出，到 2020 年，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。此决定标志着七大新兴战略产业框架成定局。

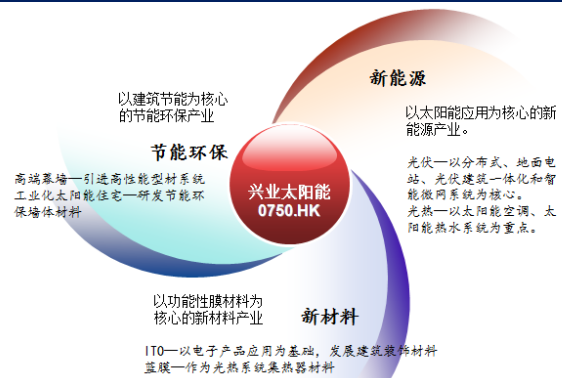
我们认为，中国生产方式换代升级的步伐正在加快，七大战略性新兴产业的产业链将在未来几年逐渐形成和完善，对我国经济和新产业周期的形成产生积极效应。兴业太阳能目前形成了以太阳能应用为核心的新能源产业，以建筑节能为核心的节能环保产业，以功能性膜材料为核心的新材料产业。

图表 21、中国七大战略新兴产业



资源来源：兴证香港

图表 22、公司布局战略新兴产业



资源来源：公司资料、兴证香港

兴业太阳能抓住历史机遇，前瞻性的将业务布局在三大战略新兴产业，专注清洁能源应用。在节能环保领域，公司引进高性能幕墙型材系统，研发更加节能环保的墙体材料；新能源领域，以光伏和光热清洁能源产品为核心，大力推广光伏建筑一体化和智能微电网系统，研制高效的太阳能空调；新材料领域，结合公司的建筑幕墙产品，发展 ITO 薄膜、高吸热性蓝膜等高新技术基础材料。

图表 23、公司生产的高新材料产品



新材料：ITO 膜

智能液晶调光膜/玻璃

选择性吸热膜(蓝膜)

资源来源：公司资料、兴证香港

公司光热产品包括空气源热泵，平板式太阳能集热器，家用太阳能热水器，太阳能空调、太阳能空气热源一体化烤房、太阳能热水工程和各类复杂的光热建筑一体化的设计、制造和安装。公司光热产品可广泛应用于工厂宿舍，学校宿舍，酒店，宾馆，医院等集体单位和家庭。

图表 24、太阳能光热产品



资源来源：公司资料、兴证香港

产业布局上，公司现有珠海、湖南和天津三大产业基地。其中珠海作为公司总部和技术研发中心，从事太阳能空调和高端幕墙及 ITO 薄膜的生产；湖南作为太阳能产业主制造基地，生产幕墙材料包括铝合金、基材、结构件的生产加工与销售，光伏材料包括太阳能电池及光伏组件，光热产品包括集热器、蓝膜、玻璃、光伏光热联产组件；同时公司规划将天津作为未来的生态建筑产业基地。

图表 25、兴业太阳能产业基地布局



资源来源：公司资料、兴证香港

3.4 具备拓展新业务渠道优势

兴业太阳能在传统幕墙领域有超过 16 年的承建经验，业务遍布全球 5 大洲，已经成功完成超过 600 个工程项目。公司的工程客户包括中国的政府机关、国有及民营建筑公司及物业发展商，多元化的客户基础降低了对任何个别客户的依赖，同时亦为公司的产品及服务提供一个广泛的营销平台。

因此公司拥有多元化的客户基础，且已与客户建立了良好的业务关系。公司的光伏建筑工程客户大多与传统幕墙项目的客户重叠，因此公司可以利用十几年来累积的传统幕墙业务客户和分销商网络来迅速推广屋顶分布式光伏电站系统。

3.5 持续的研发创新，参与行业标准制定

兴业太阳能坚持研发创新，在建筑和新能源领域共取得专利 40 余项。公司参与了多项国家和地方行业标准的编写，还参与包括“863 计划”在内的多项国家、省、市级科研项目。公司参与成立广东省太阳光伏能源系统标准化技术委员会，国家高新技术产业开发区博士后科研工作站也落户兴业太阳能。公司还与同济大学、中山大学、湖南大学、华南理工、武汉理工、中科院等高校和科研机构展开合作，研发新技术和新产品。

3.6 专业管理团队优势，股权激励到位

公司的核心管理团队年富力强且稳定持久，其核心成员多是八十年代末毕业于无机材料专业的大学生（其中孙金礼、谢文、熊澍和刘红维 4 人同是大学同学），而且多年来一直专注于幕墙和可再生能源的实业发展，董事会主席刘红维曾用“三个代表”形容其核心团队的构成：代表了相同的教育背景；代表了相同的经济基础；代表了相同的文化理念。

公司于 2009-2011 年共授出 3 批认股权证，以奖励对公司的做出贡献的管理层及员工。截止 2014 年 3 月 28 日，本公司有 21,062,000 份尚未行使购股权，相当于本公司于该日已发行股份约 3.04%，公司的董事及管理层均未行使自己的购股权。公司的管理层和优秀员工拥有认股权证的股权激励，有利于公司管理层的稳定和企业发展的正向激励。

兴业太阳能在国内光伏 EPC 领域内具有行业领先优势和成熟的渠道优势，通过前瞻性的布局三大战略新兴产业，专注于清洁能源应用；公司持续进行技术研发和产品创新，积极参与行业内标准规则的制订；公司具有管理专业而且稳定的核心团队。所有这些核心优势有助于公司在未来激烈的行业竞争中持续高速增长。

4、财务状况稳健

从盈利能力比率上分析，公司的盈利能力一向较为稳健。2013 年综合毛利率略有下降主要是光伏 EPC 毛利从 35.5%下降到 29.5%，主要是部分项目是地面光伏电站 EPC，地面电站 EPC 毛利率较低所致。净利率增幅高于收入增幅主要是公司的 BOT 自建电站出售收益记在其他收入科目中。

从下表的经营效率比率分析中可以看出，公司经营效率基本稳定，流动比率、速动比率、存货周转天数和资产周转率均相对稳定，应付周转天数明显增加源自于公司对供应商的议价能力提升。

图表 26、盈利能力指标

	2009	2010	2011	2012	2013
毛利率	23.52%	24.55%	24.13%	24.19%	23.81% ↓
经营利润率	15.21%	16.58%	16.94%	16.43%	17.77%
净利率	12.12%	12.15%	12.11%	10.55%	11.82% ↑
ROE	18.02%	20.31%	19.16%	17.62%	18.88%
ROIC	16.26%	14.76%	14.58%	12.95%	13.91%

资源来源：公司资料、兴证香港

图表 27、经营效率比率

	2009	2010	2011	2012	2013
流动比率	4.38	2.89	1.29	1.45	1.46
速动比率	4.34	2.85	1.23	1.41	1.43
应收周转率	2.85	2.63	2.69	2.73	2.69
应收账款周转天数	128.14	138.78	135.52	133.92	135.55
存货周转率	198.30	98.04	44.20	36.91	45.17
存货周转天数	1.84	3.72	8.26	9.89	8.08
应付周转率	17.32	18.21	9.81	5.77	3.50
应付账款周转天数	21.08	20.05	37.20	63.22	104.37 ↑
资产周转率	1.49	1.25	1.03	0.88	0.80

资源来源：公司资料、兴证香港

从财务风险指标看，公司负债比率持续提升，资产负债率从 2009 年的 25.49% 提升至 58.75%，处于持续增加负债，杠杆比率不断上升的阶段，公司的现金比率和利息保障倍数均处在安全的区域。

从 ROE 杜邦分解看，ROE 比率比较稳定，财务杠杆持续提升带来利息负担率明显提升。

图表 28、财务风险指标

	2009	2010	2011	2012	2013
负债权益比率	34.21%	63.39%	93.05%	119.43%	142.42% ↑
资产权益比率	134.21%	163.39%	193.05%	219.43%	242.42% ↑
资产负债率	25.49%	38.80%	48.20%	54.43%	58.75% ↑
利息保障倍数	22.13	19.93	10.32	4.73	5.65
现金比率	1.49	0.87	0.27	0.43	0.38 ↓

资源来源：公司资料、兴证香港

图表 29、ROE 杜邦分解式

	2009	2010	2011	2012	2013
净资产收益率 ROE	18.02%	20.31%	19.16%	17.62%	18.88%
税收负担率	16.72%	23.08%	21.54%	22.18%	21.69%
利息负担率	4.32%	4.78%	8.84%	17.45%	15.04%
销售利润率	15.21%	16.58%	16.94%	16.43%	17.77%
资产周转率	110.80%	102.61%	81.56%	76.22%	65.87%
财务杠杆	34.21%	63.39%	93.05%	119.43%	142.42% ↑

资源来源：公司资料、兴证香港

2011 年公司在湖南和珠海生产基地的建设和机械厂房设备购买造成约 10 亿元的资本开支，主要通过经营现金流(5.6 亿元)和银行借款(6.7 亿元)筹得。2013 年公司约 13 亿资本开支主要投向 BOT 自建光伏项目，自建项目建成后已经转为固定资产。

总体上，公司的财务状况相对稳健，盈利能力稳定。

5、盈利预测与估值

5.1 营业收入预测

我们对兴业太阳能营业收入预测主要基于以下假设：

- 1、假设 2014-2016 年传统建筑幕墙业务 10%复合增长，毛利率维持在 15-16%水平。
- 2、2013 年公司光伏 EPC 完成 340MW，预计今年完成至少 500MW，其中 40%为地面光伏电站，60%为分布式电站。1 月份公告在手 EPC 订单有 320MW，除此外，武威项目 2014 年一期计划为 300MW、珠海一期为 150MW 项目均可能带来超预期的 EPC 业务量。光伏 EPC 的毛利率趋势需考虑 2 个因素，一个是行业的竞争情况，另一个是由于公司光伏地面电站项目比例增加至 EPC 的毛利率下降。
- 3、货品销售部分预期维持 20%的复合增长，毛利率随着产能规模增加而小幅提升。
- 4、公司预计 2014 年完成 200-300MW 的 BOT 自建光伏项目，具体数量要依 2013 年自建项目剩余 180MW 的出售情况而定。自建项目出售后的收益体现在利润表中的其他收入科目中，而非体现在主营业务收入中。

图表 30、公司收入预测汇总表

收入预测明细表							
单位：百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汇总							
营业总收入	1,782	2,406	3,098	4,151	5,712	7,488	9,729
增长率	42.89%	35.00%	28.73%	34.00%	37.63%	31.08%	29.93%
毛利	430	592	750	989	1,313	1,719	2,195
毛利率	24.10%	24.60%	24.20%	23.83%	22.99%	22.96%	22.56%
分部业务：建筑幕墙							
营业收入	764	981	1,223	1,371	1,508	1,659	1,824
增长率	-0.27%	28.45%	24.62%	12.10%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	643	834	1,034	1,150	1,267	1,396	1,542
毛利	121	147	188	221	241	262	283
毛利率	15.80%	15.00%	15.40%	16.10%	16.00%	15.80%	15.50%
分部业务：光伏EPC							
营业收入	561	826	1,072	1,889	3,136	4,547	6,365
增长率	80.67%	47.29%	29.78%	76.20%	66.00%	45.00%	40.00%
销售成本	360	548	691	1,332	2,320	3,410	4,838
毛利	201	278	381	557	815	1,137	1,528
毛利率	35.80%	33.70%	35.50%	29.50%	26.00%	25.00%	24.00%
分部业务：货品销售及其他							
营业收入	458	599	803	891	1,069	1,283	1,539
增长率	167.66%	30.87%	34.01%	10.99%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本	342	445	621	680	813	962	1,155
毛利	115	154	181	211	257	321	385
毛利率	25.20%	25.70%	22.60%	23.70%	24.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上假设，我们预测兴业太阳能于 2014-2016 的销售收入分别为 57.1 亿、74.9 亿和 97.3 亿元，同比分别增长 37.6%、31.1%和 30.0%，年均复合增长率为 32.8%。

5.2 经营费用及利润表预测

我们对利润表的预测主要基于以下假设：

(1) 毛利率：综合毛利率是从各项分业务中合并得来的。光伏 EPC 业务部分毛利率因参与地面光伏电站而明显下降，但还是高于传统幕墙业务毛利率，所以预测的综合毛利率将从 2013 年的 23.8% 小幅下降到 22.6%。

(2) 销售费用和行政开支占比基本维持与营收同比例的增长。

(3) 其他收入项目：2013 年建设的 180MW 自有项目通过出售来实现投资收益和资金回转。计划出售项目包括 80MW 地面电站，100MW 分布式(40 多个小项目组成)。但项目的出售交易具有不确定性，屋顶分布式和地面电站的出售投资收益也并不一致，而且分布式又可依据是否有“金太阳”补贴而不同。我们谨慎的预测 2014 年公司出售电站至少 100MW 以上，可实现投资收益 1.2 亿元。

(4) 所得税税率：实际税率基本维持在 22-23% 水平。

(5) 资本开支：2013 年公司资本开支约 13.3 亿，主要用于自有光伏项目的建设，而且建成后转为了固定资产。2014 年预计资本开支 15 亿，其中 13 亿用于继续 BOT 自建光伏项目，另外 2 亿用于珠海高新区内兴建研发大楼。

图表 31、利润预测表

(百万元)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,782	2,406	3,098	4,151	5,712	7,488	9,729
增长率	42.9%	35.0%	28.7%	34.0%	37.6%	31.1%	29.9%
毛利	438	581	749	988	1,313	1,719	2,195
毛利率	24.5%	24.1%	24.2%	23.8%	23.0%	23.0%	22.6%
其它收入	8	42	21	77	146	161	177
销售及分销开支	(29)	(48)	(61)	(76)	(98)	(128)	(173)
占销售收入比	1.65%	2.00%	1.98%	1.82%	1.72%	1.71%	1.77%
行政开支	(114)	(161)	(197)	(219)	(274)	(342)	(428)
占销售收入比	6.4%	6.7%	6.4%	5.3%	4.8%	4.6%	4.4%
其它开支	(7)	(6)	(3)	(34)	(19)	(26)	(22)
经营利润	296	408	509	737	1,068	1,384	1,750
增长率	55.8%	37.9%	24.9%	44.9%	44.9%	29.6%	26.4%
营业利润率	16.6%	16.9%	16.4%	17.8%	18.7%	18.5%	18.0%
财务收入(净额)	(14)	(36)	(89)	(111)	(147)	(202)	(271)
税前利润	281	372	420	627	921	1,183	1,479
增长率	55.1%	32.0%	13.1%	49.1%	47.0%	28.4%	25.1%
所得税	(65)	(80)	(93)	(136)	(203)	(272)	(340)
实际税率	23.1%	21.5%	22.2%	21.7%	22.0%	23.0%	23.0%
股东应占溢利	216	291	329	491	718	911	1,139
增长率	43.3%	34.4%	13.0%	49.3%	46.4%	26.8%	25.1%
基本每股收益(元)	0.44	0.57	0.52	0.75	1.04	1.31	1.64

资料来源：公司资料、兴证香港预测

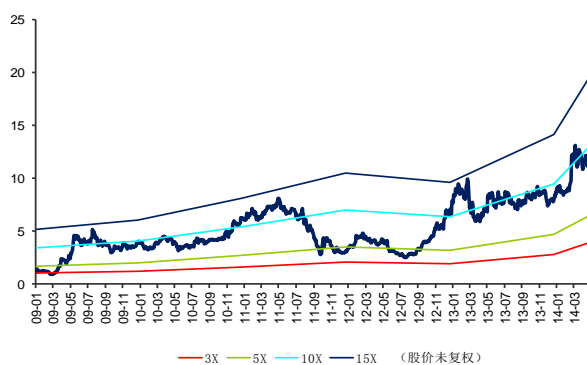
综合以上分析，我们预测兴业太阳能业绩依然保持高速增长，2014-2016 年可实现股东净利润 7.2 亿、9.1 亿和 11.4 亿元，对应每股基本收益(EPS)分别为 1.04、1.31 和 1.64 元。

5.3 目标价

作为中国光伏终端装机爆发式增长的受惠者，兴业太阳能正面临历史发展良遇，未来几年经营业绩有望快速增长。我们预测2014-2016年公司营业收入分别为为57.1亿、74.9亿和97.3亿元，股东净利润分别为7.2亿、9.1亿和11.4亿元。

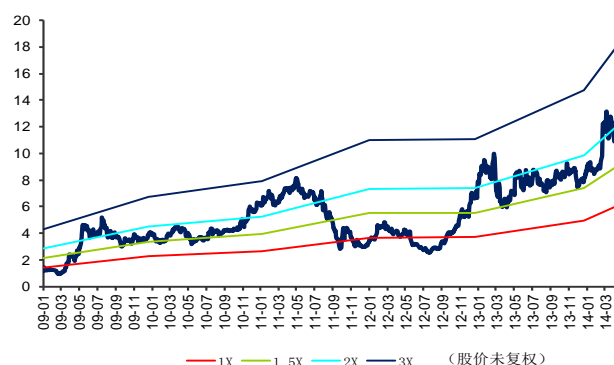
我们采用 P/E 相对估值法对兴业太阳能进行估值，参考行业平均估值等多方面因素，我们给予兴业太阳能未来 12 个月内 15.48 港元的目标价。目标价约相当于2014-2016年 PE 为 12.0、9.5、7.6 倍，股东净利润 32.42%的年均复合增长率。目标价较现价 9.88 港元约有 56.7%的上升空间，故首次给予其“买入”投资评级。

图表 32、2009-2013 年历史 PE Band



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 33、2009-2013 年历史 PB Band



资源来源：公司资料、兴证香港

5.4 港股光伏行业公司估值比较

图表 34、同类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价	市值 (百万港元)	ROE (2013)	PE					
					2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
0686 HK	联合光伏	0.52	2,053	15.01%	0.03	0.07	0.14	17.93	7.94	3.71
0566 HK	汉阳太阳能	1.14	32,619							
0757 HK	阳光能源	0.37	1,188							
3800 HK	保利协鑫能源	2.17	33,589		0.08	0.16	0.24	27.81	13.42	8.94
0712 HK	卡姆丹克太阳能	1.06	1,475		0.04	0.13		28.65	8.24	
1165 HK	顺风光电	11.00	23,431							
平均				15.01%				24.80	9.87	6.33
0750.HK	兴业太阳能	9.88	6,253	17.62%	1.29	1.63	2.04	7.66	6.05	4.83

资料来源：Bloomberg、兴证香港预测

6、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

政策变动，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	1,080	1,367	1,581
应收帐款	1,801	2,162	2,594	3,372
存货	77	110	144	188
其他流动资产	694	824	1,027	1,286
总流动资产	3,467	4,176	5,133	6,428
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	162	170	183
总资产	6,301	7,823	9,486	11,630
银行借款	870	1,044	1,252	1,503
应付帐款	1,476	1,806	2,195	2,669
其他流动负债	33	45	35	38
总流动负债	2,378	2,895	3,482	4,210
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	4,423	5,419	6,575
股本	46	46	46	46
储备	2,504	3,283	3,929	4,894
每股净资产 (元)	3.90	4.90	5.86	7.28
营运资金	1,088	1,281	1,651	2,218
少数股东权益	0	0	0	0
本公司权益拥有人应占权益	2,599	3,401	4,066	5,054

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
EBITDA	691	1,095	1,392	1,730
融资成本(收入)	(111)	(147)	(202)	(271)
营运资金变化	198	186	287	213
所得税	(136)	(203)	(272)	(340)
营运现金流	1,232	1,595	1,917	2,081
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)	(72)	(91)	(114)
其他融资活动	543	472	402	651
融资活动现金流	507	400	311	537
现金变化	198	186	287	213
汇兑调整	(1)	0	0	0
期初持有现金	698	895	1,080	1,367
期末持有现金	895	1,080	1,367	1,581

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
收入	4,151	5,712	7,488	9,729
毛利	988	1,313	1,719	2,195
其他收入及收益	77	146	161	177
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	1,068	1,384	1,750
融资成本	(111)	(147)	(202)	(271)
税前利润	627	921	1,183	1,479
所得税	(136)	(203)	(272)	(340)
税后利润	491	718	911	1,139
少数股东权益	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	491	718	911	1,139
EBITDA	691	1,095	1,392	1,730

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
毛利率(%)	23.8%	23.0%	23.0%	22.6%
净利率(%)	11.8%	12.6%	12.2%	11.7%
营运表现				
SG&A/收入(%)	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
实际税率(%)	21.7%	22.0%	23.0%	23.0%
股息支付率(%)	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
存货周转天数	8	8	8	8
应付账款天数	104	118	108	99
应收账款天数	136	127	116	112
财务状况				
负债/权益	142.4%	130.1%	133.3%	130.1%
收入/总资产	65.9%	73.0%	78.9%	83.7%
总资产/权益	2.42	2.30	2.33	2.30
盈利对利息倍数	5.65	6.25	5.87	5.46
总资产收益率	7.8%	9.2%	9.6%	9.8%
净资产收益率	18.9%	21.1%	22.4%	22.5%
估值比率 (倍)				
PE	10.6	7.7	6.0	4.8
PB	2.0	1.6	1.4	1.1

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。