

未评级

## 晶澳太阳能 (JASO.US)

## 组件出货量大幅提升，成功实现扭亏为盈

## 市场数据

报告日期	2015.03.13
ADS 收盘价(美元)	9.04
总 ADS 份(百万)	49.72
总市值(亿美元)	4.50
每 ADS 股份数	5
净资产(百万美元)	864
总资产(百万美元)	2,334
每 ADS 净资产(美元)	17.38

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万元)	10,733	6,719	7,183	11,296
增长率(%)	-8.74%	-37.40%	6.90%	57.26%
净利润(百万元)	-564	-1,662	-474	424
增长率(%)	-133.79%	-195.26%	70.62%	70.62%
毛利率	4.30%	-0.81%	10.61%	15.55%
净利率	-5.26%	-27.74%	-6.59%	3.95%
每股收益(元)	-3.38	-8.53	-2.35	1.43

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 相关报告

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

## 投资要点

- **2014 财年终扭亏为盈。**晶澳太阳能 (JASO.US) 2015 年 3 月 12 日公告 2014 财年经营业绩, 其中营业收入 112.95 亿人民币, 同比增长 57.3%。毛利率为 15.6%, 同比增长 5 个百分点。营业利润 6.63 亿元人民币 (2013 年亏损 9125 万), 净利润成功扭亏为盈, 净利润 4.47 亿元 (2013 年亏损 4.71 亿元)。每股收益是 1.43 元人民币 (2013 年每股亏损 2.35 元)。公司在 2014 年成功实现扭亏为盈, 毛利率亦大幅提升。
- **光伏组件出货量大幅提升。**2014 年出货量总计 3057.9MW, 同比增长 47.6%。其中包括光伏组件出货量 2406.8MW, 同比大幅增长 105.1%; 电池片出货量 651.1MW, 同比下降 27.4%, 因为公司将更多的电池片用于自己下游的组件生产。从出货量地区看, 亚太地区 (不包括中国) 销售占比从去年 33.6% 提升到 45%。
- **继续提升产能以匹配产品需求的增长。**公司预计 2015 年 Q1 总的电池及组件出货量在 680-750MW, 计划全年出货量大约在 3.6-4.0GW, 其中包括用到公司自身下游光伏电站项目的 200-300MW 组件。公司计划 Q1 将电池片和组件的产能从 2.8GW 都扩张到 3.5GW, 700MW 的资本支出大约 3,000-3,500 万美元。另外公司亦寻求海外产能扩张, 初步计划是第一期大约 400MW, 资本开支大约是 3,000 万美元。
- **加大下游光伏电站开发力度。**晶澳在甘肃敦煌两个 50MW 光伏地面电站项目于 2015 年 1 月 25 日并网, 预计项目每年产生超过 9,000 万元的电力销售收入, 毛利率超过 50%, 回报率 IRR 百分之十几, 因为此项目得到了长期的项目融资, 因此公司将持有电站而不是出售。宁晋 34MW 项目, 公司计划出售其 80% 股权。公司当前有大约 260MW 的电站开发项目, 另外还有月总计 20MW 分布式项目。因为电站开发是资本密集的业务, 公司希望下游电站项目开展合作伙伴具有能够带来较低资金成本的能力。
- **我们的观点:**晶澳太阳能具有垂直一体化模式, 形成兼具硅片、电池和组件生产的较为完整的产业链, 同时提供光伏系统项目开发服务。受益于全球光伏行业的复苏, 晶澳太阳能 2014 年扭亏为盈, 公司将销售重心转至组件业务带来了较大的收益, 公司还加大下游光伏电站的开发力度, 建议投资者密切关注。
- **风险因素:**行业产能扩张迅速, 而光伏终端装机需求增长低于预期。

图表 1 晶澳太阳能 2014 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		同比变动	点评
	2013年	2014年		
收入	7,182,789	11,295,523	57.3%	行业复苏，出货量大幅增加47.6%
销售成本	(6,420,500)	(9,539,028)	48.6%	
毛利	762,289	1,756,495	130.4%	毛利率从2013年10.6%提升到15.6%
运营开支	(853,542)	(1,093,990)	28.2%	
销售及管理费用	(765,236)	(954,307)	24.7%	
研发费用	(88,306)	(139,683)	58.2%	
经营溢利	(91,253)	662,505	826.0%	
利息支出	(285,618)	(229,665)	-19.6%	
期权公允价值变动	(51,074)	74,015	244.9%	
其他收入	(13,574)	13,185		
税前利润	(441,519)	520,040		公司净利润扭亏为盈， 所得税增加
所得税开支	15,027	(73,390)	588.4%	
净利润	(426,492)	446,650	204.7%	
股权公允价值变动	(44,396)			
归于非控制性权益收入	(470,888)	446,650	194.9%	
本公司拥有人	(473,676)	423,771	189.5%	
少数股东权益	2,788	22,879		
ADS基本EPS(元)	(2.35)	1.43		
ADS摊薄EPS(元)	(2.35)	1.38		

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。