

未评级

晶科能源 (JKS.US)

经营业绩持续提升，下游电站快速发展

市场数据

报告日期	2015.3.3
ADS 收盘价(美元)	22.81
总 ADS 份(百万)	26.88
总市值(亿美元)	6.13
每 ADS 股份数	4
净资产(百万元)	3,507
总资产(百万元)	19,088
每股净资产(元)	28.51

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20140304
业绩点评_20140819

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	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万元)	7,385	4,795	7,079	9,979
增长率(%)	58.65%	-35.07%	47.63%	41.0%
净利润(百万元)	273	(1,542)	188	673
增长率(%)	-69.05%	-664.84%	153.48%	283.2%
毛利率	15.57%	4.84%	20.30%	22.45%
净利润率	3.70%	-32.17%	2.66%	6.74%
每股基本收益(元)	-1.23	-17.38	2.00	5.47

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

- **2014 财年整体业绩大幅提升，下游电站业务业绩增长迅速。**晶科能源 (JKS.US) 2014 财年全年总收入 99.8 亿元人民币 (16.1 亿美元)，同比增长 41.0%，其中光伏电站售电业务贡献收入 2.376 亿元，同比增长 309.78%，2013 年为 7,670 万元。2014 年归属上市公司股东净利润 6.73 亿元，同比增幅高达 283.2%，2013 年净利润为 1.88 亿元。每 ADS 基本收益 21.88 元 (3.52 美元)，较 2013 年同比增长 173.5%。
- **产品出货量增加，产能继续扩张，组件和下游电站业务是亮点。**2014 年全年出货量 2,787.1MW，同比增长 44.18%，其中包括太阳能组件 2,423.2MW，硅片 30.3MW，太阳能电池片 19.8MW。2014 年三/四季度整个组件出货量为 708.2MW/838.2MW，四季度因光伏抢装，出货量同比增长高达 42.96%。截止 2014 年年底，公司硅片产能 2.5GW，电池片产能 2.0GW，组件产能 3.2GW。公司计划 2015 年电池片产能提升 500MW 至 2.5GW，组件产能提升 800MW 至 4GW。公司预计 2015 年的太阳能组件总出货量在 3.3GW 和 3.8GW 之间，其中向第三方出货量在 2.7GW 和 3GW 之间，其余为自建电站使用。预计 2015Q1 组件出货量约为 710-780MW 左右。在下游电站方面，2014 年累计并网装机容量达到 503MW，新增并网装机容量 270MW，预计 2015 年上半年可新增并网装机容量 360MW，公司正推进在合适时机将电站业务分拆上市。
- **组件加工成本小幅下降，毛利率小幅提升。**单/多晶组件每瓦非硅加工成本 2014 年全年下降 0.02 美元，由 Q1 的 0.37 美元/瓦下降至 Q4 的 0.35 美元/瓦；硅材料成本基本保持 0.10 美元/瓦不变，综合看组件成本由 0.47 美元/瓦下降至 0.45 美元/瓦。非硅成本下降是由于采取一定比例的辅材由内部生产、生产效率改进和技术持续提升所致，同时多晶硅现货市场价格稳定。综合加工业务的毛利率从 2013 年 20.3% 小幅提升至 22.8%。
- **光伏行业持续向好。**公司管理层预计 2015 年全球太阳能需求增长 15-20%，公司继续进行多元化全球产能布局，以减少美国“双反”造成的不利影响。公司认为低油价对全球光伏业务影响有限，因为油、气等能源主要应用于交通领域。另外，我国的雾霾环境治理也成为推动光伏市场持续发展的动力之一。

- **我们的观点:** 作为全球为数不多的拥有垂直一体化产业链的光伏制造商, 受益于光伏行业的持续复苏, 晶科能源 2014 年业绩大幅提升, 尤其是光伏电站业务的业绩快速提升。公司未来持续向一站式能源提供商发展, 制造业产能也将在 2015 年有所提升, 未来公司的光伏电站售电收入也可为公司带来持续稳定的现金流, 建议投资者密切关注。
- **风险因素:** 光伏终端装机需求不及预期; 多晶硅价格大幅上涨。

图表 1 晶科能源 2014 财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
	2014年	2013年		
收入	9,978,529	7,078,839	41.0%	行业复苏, 出货量大幅增加, 出货量同比增加44.18%
销售成本	(7,738,489)	(5,641,487)	37.2%	
毛利	2,240,040	1,437,352	55.8%	毛利率自2013年大幅提升后稳定在20%左右, 并小幅提升至22.8%。
运营开支				
销售及分销费用	(769,011)	(492,626)	56.1%	出货量增加, 带来保修成本的增加
管理费用	(426,573)	(230,125)		
研发费用	(106,627)	(65,482)		
长期资产减值	(6,217)	(3,573)	74.0%	
经营溢利	931,612	645,546	44.3%	经营利润大幅提升, 同比增加44.3%
财务费用	(287,668)	(223,377)	28.8%	主要由于发行了公司可转换票据、拓展下游太阳能项目的新增贷款所导致
外汇损失	(147,058)	(38,468)	282.3%	
税前利润	582,313	233,639		
所得税开支	134,334	(18,532)	824.9%	电力销售增值税抵扣, 以及公司在Q3确认了递延增值税变化
关联公司资产损失	9,549	(25,615)		
净利润	726,196	189,492	283.2%	净利润大幅提升, 同比增加283.2%
本公司拥有人	673,024	188,012		
少数股东权益	53,172	1,480		
ADS基本EPS(元)	21.88	8.00		
ADS摊薄EPS(元)	15.44	7.84		

资源来源: 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。