

未评级

阳光能源 (0757.HK)

经营利润扭亏为盈，组件产能提升 50%

市场数据

报告日期	2015.04.02
收盘价(港元)	0.340
流通 H 股(亿股)	30.94
总股本(亿股)	32.12
H 股市值(亿港元)	10.52
总市值(亿港元)	10.92
净资产(亿元)	10.96
总资产(亿元)	42.81
每股净资产(元)	0.34

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)	2,779,223	996,836	2,150,328	2,864,699
增长率(%)	49.84%	-64.13%	115.72%	33.22%
净利润(百万元)	54,291	(1,276,554)	(135,504)	(63,846)
增长率(%)	-74.64%	-2451.32%	-89.39%	52.88%
毛利率	9.13%	-29.23%	6.98%	12.70%
净利率	1.95%	-126.75%	-6.28%	-2.23%
每股收益(分)	2.46	-55.99	-4.57	-1.99

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

相关报告

2014 年业绩点评_20150402

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

- **2014 年公司经营利润扭亏为盈。**阳光能源(0757.HK)3月30日公告2014年业绩,其中营业收入为人民币(下同)28.65亿元,同比增长33.2%;毛利增加142.6%至3.64亿元,毛利率从7.0%提升到12.7%;经营利润1.71亿元,成功实现扭亏为盈;股东净亏损收窄至6,385万元;每股亏损1.99分(2013年为亏损4.57分)。受益于光伏行业重新进入景气周期,经营业绩大幅提升,利润表出现净亏损乃由于谨慎的角度进行的一次性拨备所致。
- **多晶硅料预付款减值拨备致净亏损。**为了确保多晶硅料的稳定供货,公司曾同国外4家多晶硅厂商签署过长单供货合同,并支付了部分预付款。由于近年中美两国发生了光伏贸易争端,双方均对对方出口到本国的光伏产品征收惩罚性关税,因公司并未按合同规定购买美国厂商的多晶硅料。从谨慎的角度出发,公司一次性对原材料预付款计提了大约1.13亿元的减值拨备。若扣除此次减值拨备的影响,2014年调整后的年度盈利为5,358万元。当前公司每年需要约4,000多吨多晶硅料,而尚未执行完的长单厂商是德国瓦克和美国海姆洛克,二者长单年合同量占比年总需求量不到50%,今年瓦克的长单可以执行完毕,剩下海姆洛克一家。公司正在积极协商,希望可以参照其他厂商的长单处理模式,即通过增加额外购买量来拉低平均进价的方式来执行长单合同,假若能像其他厂商合作方式执行完长单合同,其实2014年所做的预付款项减值届时可以拨回到经营利润。
- **组件产能提升50%,出货量大幅增长。**公司现有硅锭产能1.2GW,硅片产能900MW,电池片产能300MW,光伏组件产能提升200MW至600MW。硅棒对外付运有去年的P硅棒转向N型,N型硅棒对外付运量约49.25兆瓦,占硅棒对外付运量的89.1%;硅片对外付运量同比增长11.9%至331.5兆瓦;电池对外付运量为110.6兆瓦,大幅增长49.9%;组件对外付运量增长80%,达到518.4兆瓦。预计2015年公司的主要客户日本夏普和中电投的订单都会在2014年量的基础上有提升,不排除未来组件产能进一步扩充产能。
- **N型单晶组件未来成为单晶主流。**实际上N型单晶的生产成本并不比P型高,1、N型单晶要求在铸锭环节用高质量多晶硅,但多晶硅增加的成本和带来转换效率的提高是不成比例的。2、N型单晶的能够切薄,现在夏普N型硅片都可以切到140nm,P型的还在180nm。因为在制造工艺中,P型是用铝背场做电极,在烘干和印刷过程中会产生翘曲,做组件时候承压易碎,P型不容易做很薄的。N型电池片用一种膜做的背电极,不会翘曲,所以

可以做的更薄，未来用料会大大减少，成本也就降低，同时 N 型单晶组件转换效率还高，所以未来 N 型组件一定是成为主流。

- **布局光伏下游市场业务，拓展公司产品销售渠道。**公司控股 70%德国 DCH 公司在加纳成立合资公司，已获得 200 兆瓦的太阳能光伏电站项目，第一期项目为 40 兆瓦，目前仍在筹备中，预计投运后每年可以提供约 6,000 万千瓦时的电力。另外，公司在青海格尔木 70% 股权的 20 兆瓦光伏电站项目，每年可提供 3,300 万千瓦时电力，每千瓦时上网电价 1.15 元，毛利率达 50%。另外公司还收购专业光伏电站建设公司—锦州文特客，从事屋顶分布式电站和大型地面光伏电站的建设服务。
- **我们的观点：**阳光能源具有垂直一体化的光伏业务结构，公司在单晶产品领域具有较强的竞争优势，可提供硅锭、硅片、电池和组件产品，同时公司还布局了光伏电站的设计、开发、建造和运营维护等业务。公司与日本夏普和中电供货合作有助于公司提升产品品质和保证销量，在光伏行业新一轮的景气周期中公司业绩有望快速增长，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**光伏终端装机不及预期，竞争加剧毛利率下降。

图表 1 阳光能源 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
	2014年	2013年		
营业收入	2,864,699	2,150,328	33.2%	全球太阳能市场整体逐步复苏，需求回升，以及与夏普增加业务合作范围导致营业额增加
销售成本	(2,500,782)	(2,000,335)	25.0%	
毛利	363,917	149,993	142.6%	原材料价格下降，对外销售及生产量大幅上升导致单位平均固定成本下降
其他收入	64,126	61,420	4.4%	
其他(亏损)/收入净额	(14,129)	(2,324)	508.0%	外汇亏损增加、出售物业、厂房及设备的净亏损增加
销售及分销开支	(28,917)	(18,172)	59.1%	对外付运量上升所致
行政开支	(213,912)	(230,621)	-7.2%	应收账款及其他应收款项减值损失计提减少所致
经营利润/(亏损)	171,085	(39,704)		经营利润就亏为盈
原材料预付款项减值损失计提	(70,369)	—		出于审慎的审计原则，对签署了的长单协议合同的多晶硅料预付款进行拨备
存货购买承担拨备	(43,582)	—		
应占联营公司利润	(975)	2,238		
物业、厂房及设备减值损失转回	—	19,166		
融资成本	(121,361)	(107,265)	13.1%	银行贷款、债券及其他贷款的利息增加
除税前亏损	(65,202)	(125,565)	-48.1%	预付款拨备1.13亿导致净亏损
所得税(支出)/抵免	4,831	8,998		
期间亏损	(60,371)	(116,567)	-48.2%	
本公司权益股东	(63,846)	(135,504)	-52.9%	
非控制性权益	3,475	18,937	-81.6%	
每股亏损(分)	(1.99)	(4.57)		

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。