

增发募资为电站业务奠定基础

增持 维持

目标价格：暂无

海润光伏发布公告，公司非公开发行4.925亿股已经发行完成，兴业全球基金、国泰基金、汇添富基金、东海基金、财通基金、华夏基金、中信证券、海通证券、南京瑞森投资以及华夏人寿保险等10家投资机构获得配售，配售价格为7.72元，募集资金净额37.17亿元。**非公开发行成功为公司电站业务奠定基础：**本次募集的资金将用于罗马尼亚光伏电站项目、晶硅电池技术研发中心建设、年产2016吨多晶硅锭、8000万片多晶硅片扩建项目及贷款偿还。我们的点评如下：

- **制造业方面：**公司近两年已经实现了多晶硅片的扩建，目前拥有1.5GW的电池片、1GW的组件产能，上半年实现组件出售543MW，虽然募投项目中有2016吨多晶硅锭的生产，但考虑到多晶硅产品目前的市场格局，有可能会将这部分募集资金变更到电站业务方面，而制造业的产能将可能短期内会维持稳定；
- **电站开发及建设：**公司2014年计划实现电站开发800MW，其中分布式200MW，海外80MW，2015年实现1GW电站开发，国内分布式400MW，地面电站400MW，海外电站200MW。公司管理层从事多年的光伏业务，国内获取路条的能力强，项目储备丰富，此次非公开发行成功，为公司光伏电站的建设奠定基础，项目投资建设如虎添翼；
- **电站运营：**公司目前持有光伏电站共235MW，海外电站165MW。2014年、2015年公司仍计划以电站建设的EPC\BT等方式为主，不会持有太多电站，但发展到2016年以后，公司将会实现战略转型，电站建设业务转向电站运营，电站规模预期能达到3GW，成为国内光伏电站运营的能源供应商；
- **财务费用：**公司近年来财务费用一直偏高，2013年全年达到了3.3亿财务费用，而2014年上半年的财务费用则接近2亿，此次募集资金将偿还一部分银行借款，有望缓解公司的财务负担，提升偿债能力。
- **盈利预测及投资评级：**除了非公开发行募集的资金37.17亿元，同时公司拿到中国银行、交通银行新给予授信额度200亿元，为发展奠定基础。考虑到非公开增发对业绩的摊薄，我们调整公司2014-2016EPS为0.33元、0.53元和0.69元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4965.75	4758.64	5692.77	6973.07	7993.23
增长率(%)	-30.37	-4.17	19.63%	22.49%	14.63%
归母净利润(百万)	2.08	-202.60	526.63	837.12	1084.92
增长率(%)	-99.48	-9859.39	359.94%	58.96%	29.60%
每股收益	0.00	-0.20	0.334	0.532	0.689
市盈率	4373.50	-44.81	30.33	19.08	14.72

电力设备与新能源行业研究组

分析师：

王静(S1180510120001)

电话：010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88013525

Email: huying@hysec.com

杨培龙(S1180514040001)

电话：010-88085788

Email: yangpeilong@hysec.com

徐超(S1180514050001)

电话：010-88085388

Email: xuchao3@hysec.com

市场表现



相关研究

中报扭亏 期待增发募资支持规模扩张

2014-8-31

表 1：财务报表预测

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4758.64	5692.77	6973.07	7993.23	经营性现金净流量	1463.36	-393.29	4201.38	-15.21
减：营业成本	4065.85	4596.34	5515.70	6176.37	投资性现金净流量	-1718.94	9.68	11.86	13.59
营业税金附加	26.17	19.92	24.41	27.98	筹资性现金净流量	-120.91	2011.70	-46.72	0.14
营业费用	95.09	85.39	104.60	119.90	现金流量净额	-378.50	1628.09	4166.52	-1.48
管理费用	464.90	330.18	348.65	359.70	财务指标汇总	2013A	2014E	2015E	2016E
财务费用	333.18	220.12	208.72	332.86	毛利率		0.15	0.19	0.21
资产减值损失	131.89	170.00	180.00	190.00	三费/销售收入		0.19	0.11	0.09
加：投资收益	11.38	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入		-0.01	0.14	0.15
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入		0.09	0.31	0.29
其他经营损益	0.00	350.00	400.00	500.00	销售净利率		-0.06	0.09	0.12
营业利润	-347.06	620.81	991.00	1286.43	ROE		-0.09	0.08	0.11
加：其他非经	28.68	11.39	13.95	15.99	ROA		-0.01	0.06	0.06
利润总额	-318.38	632.20	1004.95	1302.42	ROIC		-0.02	0.11	0.12
减：所得税	-31.22	94.83	150.74	195.36	销售收入增长率		-0.04	0.20	0.22
净利润	-287.16	537.37	854.21	1107.06	EBIT 增长率		-1.37	13.12	0.34
减：少股损益	-84.56	10.75	17.08	22.14	EBITDA 增长率		-0.17	2.96	0.15
归母公净利润	-202.60	526.63	837.12	1084.92	净利润增长率		-5.53	2.87	0.59
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产增长率		-0.02	-0.04	0.42
货币资金	625.82	2253.91	6420.42	6418.94	股东权益增长率		-0.18	1.88	0.13
应收预付款项	2578.60	1402.57	3454.52	2088.30	资产负债率		0.79	0.43	0.55
存货	435.97	614.20	646.03	765.15	投资资本/总资产		0.48	0.59	0.23
其他流动资产	356.25	356.25	356.25	356.25	带息债务/总负债		0.40	0.47	0.26
长期股权投资	119.17	119.17	119.17	119.17	流动比率		0.56	1.93	1.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率		0.45	1.52	1.48
固资和在建	7994.99	6905.57	5806.14	4696.72	总资产周转率		0.38	0.47	0.40
无资产和开发	402.81	373.96	345.11	316.25	固定资产周转率		0.86	0.82	1.20
其他非流资产	168.56	150.55	132.55	132.55	应收账款周转率		2.22	8.22	2.51
资产总计	12682.17	12176.18	17280.19	14893.33	存货周转率		9.33	7.48	8.54
短期借款	1552.18	0.00	0.00	0.00	EBIT		-64.82	785.32	1051.67
应付预收款项	4594.81	1386.63	5636.43	2142.52	EBITDA		442.83	1751.60	2017.95
长期借款	2505.27	2505.27	2505.27	2505.27	NOPLAT		-96.01	657.84	882.06
其他负债	1396.77	1396.77	1396.77	1396.77	净利润		-202.60	526.63	837.12
负债合计	10049.03	5288.67	9538.47	6044.56	EPS		-0.13	0.33	0.53
股本	1036.42	1528.92	1528.92	1528.92	BPS		1.43	4.13	4.66
资本公积	1299.56	4524.06	4524.06	4524.06	PE		-78.83	30.33	19.08
留存收益	-78.42	448.21	1285.33	2370.25	PEG		0.29	N/A	N/A
归属母公司	2257.56	6501.19	7338.31	8423.23	PB		7.07	2.46	2.18
少数股东权益	375.58	386.33	403.41	425.55	EV/EBIT		-221.60	20.63	11.47
股东权益合计	2633.14	6887.51	7741.72	8848.78	EV/EBITDA		32.44	9.25	5.98
负债和权益合	12682.17	12176.18	17280.19	14893.33	ROIC-WACC		-0.02	0.09	0.09

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

胡颖: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180210020002。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、阳光电源、隆基股份、金风科技、航天机电、国电南瑞、置信电气、森源电气、大洋电机、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

机构销售团队				
公募 机	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075 liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607 muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950 sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199 luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994 tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009 liguanying@hysec.com
		奚 眇	021-65051190	13621861503 xixi@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931 wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206 wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608 zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872 xiasyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141 zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435 sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580 zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271 wangyanji@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296 zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。