

JKS.US 晶科能源

未评级

组件出货量超预期，产能将扩张

2016年3月2日

相关报告

业绩点评-20140304
业绩点评-20140819
业绩点评-20150303
业绩点评-20150821

海外新能源研究

分析师：刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

高级分析师：鲁衡军

注册国际投资分析师 CIIA

luhj@xyzq.com.hk

SFC: AZF126

SAC: S0190515010004

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	4,795	7,079	9,979	16,076
同比增长(%)	(35.07)	47.64	40.96	61.11
净利润(百万元)	(1,542)	188	725	856
同比增长(%)	(664.29)	(112.19)	285.80	18.02
毛利率(%)	4.84	20.30	22.45	22.34
净利润率(%)	(32.17)	2.66	7.27	5.35
净资产收益率(%)	-72.41	11.14	26.3	21.87
每股收益(元)	-17.38	2.00	5.47	5.49

投资要点

- **2015年第四季度运营数据以及全年业绩表现靓丽，各项数据俱创新高。** 四季度总营收人民币60.7亿元，环比增长49.9%，同比增长104.4%。四季度毛利19.5%，环比和同比分别下降2.2个和3.3个百分点。全年总营收160.8亿元，同比增长61.1%，其中电站收入人民币6.22亿元，同比增长161.8%。全年毛利20.3%，同比下降2.1个百分点；归母净利润6.84亿元人民币，摊薄每ADS盈利人民币21.4元（2014:14.44元）。Non-GAAP归母净利润人民币11.5亿元，摊薄每ADS盈利人民币36.8元（2014:35.88元）。
- **光伏组件出货量超预期增长。** 第四季度公司光伏组件出货量1,709.9MW，其中92.7MW用于公司下游电站自用，环比增长50.7%，同比增长58.6%。收益四季度的出货量超预期增长，2015年全年光伏组件出货量4,511.6MW（2014:2,943.4MW），其中304MW（2014:520MW）用于公司下游电站自用，同比增长53.3%。
- **电站项目数目增长带动电站收入高速增长。** 电站方面，截止2015年12月31日，公司并网电站容量1,006.6MW。四季度发电量154.5GWh，环比下降34%，主要是由于四季度西部地区限电所致；同比增长67.9%，主要是由于装机规模增长所致。电站四季度收入人民币1.36亿元，环比下降33.8%，同比增长69.4%；全年电站收入6.22亿元，同比大增161.8%。展望2016年，公司预计全年将新增并网600-800MW，电站收入预计将继续高速增长。
- **需求旺盛，2016年公司产能将进一步扩张产能。** 全球范围内中国和北美市场光伏组件需求维持高速增长，公司四季度在中国市场出货量604MW，环比增长81%，在北美市场出货量476MW，环比增长92%，欧洲市场出货量193MW，环比增长157%，未来公司预计将继续大力拓展在欧洲国家尤其是土耳其市场。全球市场需求维持旺盛，预计公司2016年第一季度组件出货量1.3-1.4GW，其中向第三方出货量1.2-1.3GW，全年6-6.5GW，其中向第三方出货量5.4-5.7GW。为了满足出货量，公司2016年将扩张产能，硅片、电池片和光伏组件产能将分别从3GW、2.5GW和4.3GW提升至3.5GW、3.5GW和6.3GW。

硅片产能扩张全部来自中国工厂，而电池片和光伏组件产能扩张来自中国和海外工厂。预计全部产能扩张项目将于 2016 年上半年完成并投产。海外产能（主要是马来西亚工厂）扩张后将有效提高公司在下半年的毛利率，因为新增海外产能投产后销往北美的销量增加，而海外工厂销往北美的组件毛利相比国内工厂部分可高出 13 个百分点。

- **人民币贬值对公司无负面影响。**公司在 2015 年下半年已经采取措施对冲了汇率风险，所以 2015 年全年在汇兑收益一栏同比大幅减亏。考虑到公司在海外市场的销售收入占比超过 60%，因此人民币贬值对公司的影响基本没有。同时，公司正在推进用人民币负债替换美元负债，若人民币继续贬值，则预计该贬值对公司影响正面。
- **我们的观点：**晶科能源是具有垂直一体化产业链的光伏制造商，业务涵盖硅片、电池片生产以及光伏组件制造，同时公司积极进军下游光伏电站，并网容量不断增加。受益于全球光伏需求增加，晶科能源 2015 年组件出货量超预期，而预计 2016 年出货量继续提升，未来公司的光伏电站售电收入亦为公司带来持续稳定的现金流收入，建议投资者密切关注。
- **风险因素：**全球光伏下游市场需求出现超预期拐点，公司产能扩张计划不达预期，电站并网增长不达预期。

图表 1 晶科能源 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		YoY	点评
	2014	2015		
收入	9,978,529	16,076,482	61.1%	组件出货量增加以及光伏电站售电收入增长所致
销售成本	(7,738,489)	(12,806,680)	65.5%	
毛利	2,240,040	3,269,802	46.0%	毛利率减小 2.1 个百分点，由于组件价格略降。
运营开支				
销售及分销费用	(769,011)	(1,144,559)	48.8%	出货量增加以及成本增加所致
管理费用	(426,573)	(647,894)	51.9%	
研发费用	(106,627)	(143,671)	34.7%	
经营溢利	931,612	1,333,678		
财务费用	(287,668)	(385,942)	34.2%	下游太阳能项目相关费用，增加额外长期银行借款
补贴收入	49,785	103,578	108.1%	下游电站业务收入增长
期权公允价值变动	(715)	56,562	-8010.8%	由于公司股价升高，公司的可转换票据和期权的公允价值变动
可转债公允价值变动	(26,053)	0	-100.0%	
外汇损失	(147,058)	(117,732)	-19.9%	
税前利润	582,313	958,495	64.6%	
所得税开支	134,334	(111,864)	-183.3%	研发费用税收抵扣
关联公司资产损失	9,549	13,669	43.1%	电站收入增加
净利润	726,196	860,300	18.5%	
公司普通股拥有人	673,024	683,753	1.6%	
可赎回非控股权益价值	52,321	172,340	229.4%	
非控股权益收益	851	4,207	394.4%	
ADS基本EPS(元)	21.88	21.96	0.4%	
ADS摊薄EPS(元)	15.44	21.40	38.6%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

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 报告发布日后的 12 个月内公司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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。