



迈出西北电站第一步，打造BT项目 隐形冠军

2012年5月18日

强烈推荐/维持

中利科技

动态跟踪

——中利科技（002309）事件点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

1. 近日中利科技发布公告，其控股子公司中利腾晖光伏科技有限公司出资 1000 万元人民币在嘉峪关投资设立中利腾晖（嘉峪关）光伏发电有限公司。主营业务：光伏电站投资、建设、运营、维护及管理服务；光伏发电技术及设备的研发；光伏发电项目技术咨询；光伏发电设备的制造、销售；五金、交电、机电销售。我们研判这是公司布局西北、加速西北光伏电站开发步伐迈出的第一步。
2. 近日中利科技发布公告，其孙公司腾晖电力美国有限公司与中广核太阳能美国公司签署《在美国开发、收购、建设和运营光伏发电厂的合作框架协议》，采用 BT（建设-移交）模式未来 4 年（2012-2015 年）内实施 500MW 光伏电站开发建设项目，且 12-14 年并网运行项目分别不低于 20MW、70MW 和 170MW。我们研判这是公司于中广核进一步开展的深度合作，预计对公司组件销售和海外电站建设产生积极影响，有效拉动公司海外光伏电站业务的推进。
3. 近日中利科技发布公告，公司以现金不高于 2500 万元人民币参股创元期货持有其不超过 11% 的股份。完成后公司将其它期货公司已开展的业务合并转移到创元期货，将公司现货优势与创元期货的专业优势相结合。我们研判公司此举不仅对公司规避原材料价格风险有益，且积极涉足于金融领域，有利于公司今后的长远发展。

我们的主要观点：1) 成立中利腾晖（嘉峪关）公司，迈出了向西北大规模地面电站进军的第一步；这有利于公司积极进军西北电站项目，攫取更大市场份额，造就国内光伏电站 BT 项目“隐形冠军”；2) 与中广核（美国）公司合作，有利于积累海外光伏电站 BT 业务经验，为今后开拓其它海外市场打下基础；3) 参股创元期货公司，利于公司规避线缆原材料价格波动风险，同时使得公司积极介入金融领域，带来更活跃投资属性；4) 拥有光伏电池-组件生产，EPC 设计、施工完整产业链，加之线缆部分的“自给自足”，光伏电站成本控制能力优于其他企业约 4-10%；保障了光伏电站业务的更强的盈利能力；5) 拥有取得光伏电站建设发改委批文、并网许可、物价局批文“三大法宝”的成功经验，加之整个光伏电站目前处于“渠道”为王阶段，给公司带来较高的投资回报。6) 传统电缆业务增长稳健，预计净利润 12 年增长 xx% 左右，贡献 EPS 约 xx 元左右。7) 积极拓展舰船用电缆，高端矿用电缆等毛利率高的产品(30%-40%)。6) 已通过苹果插接电缆供货商资质审查，厂房设备已经建设完毕，今后会迅速放量。8) 我们预计公司 12-13 年建设光伏电站 BT 项目 300MW 和 450MW，光伏产业净利润约 3 亿元（权益后 2 亿元）和 3.69 亿元（权益后 2.44 亿元左右），对应 EPS 约为 0.41 元和 0.51 元。我们预计 12-13 年 EPS（完全摊薄）为 0.714 元和 0.87 元，对应 PE 为 14 和 12 倍，给予“强烈推荐”评级。考虑到公司国内光伏电站 BT 建设项目的风险较低，且带来巨大投资收益，建议投资者在光伏低谷期积极介入此类具有强劲业绩支撑的国内光伏电站建设 BT 类公司，未来必将带来较高收益。

观点：

1. 进军西北光伏电站市场，国内 BT 项目隐形冠军。

中利腾晖光伏科技有限公司出资1000万元人民币在嘉峪关投资设立中利腾晖（嘉峪关）光伏发电有限公司。我们研判这是公司布局西北、加速西北光伏电站开发步伐迈出的第一步，有助于公司开拓光照资源丰富的市场，实现跨地区跨越式的发展。

据公开媒体信息，甘肃省嘉西光伏产业园区规划总占地面积152万平方公里，平均日照时间3000小时以上，是极具开发价值的光伏电站建设园区。园区规划建设GW级光伏电站，分四期建设，其中一、二、三期各1GW，四期规划建设600MW。目前已有中广核太阳能开发有限公司、中利腾晖光伏科技有限公司等企业抢滩入驻园区。目前已建成光伏发电项目30MW，在建50MW，新开工540MW，年内争取开工达到1GW，初步建成GW级发电示范基地。

公司11年在江苏省建设光伏电站BT项目约30MW，占当年江苏上光伏电站建设项目的15%，且其项目中的近7成销售给了中电投且获得良好的口碑，积累了丰富的光伏电站BT项目经验，为公司在国内其他区域开展光伏电站BT业务打下基础。

保守预计公司12年在西北建设光伏电站约230MW，江苏省建设光伏电站70MW，全年累计完成光伏电站建设300MW，净利润3.13亿元，增厚EPS约0.41元（扣除少数股东权益）。

图 1：中利腾晖光伏产业基地



资料来源：中利科技实地调研资料，东兴证券整理

图 2：中利 11 年建成的光伏屋顶项目（售予中电投）



资料来源：中利科技实地调研资料，东兴证券整理

2. 与中广核合作积极进军美国光伏电站，开拓海外市场。

腾晖电力（美国）有限公司与中广核太阳能（美国）公司签署《在美国开发、收购、建设和运营光伏发电厂的合作框架协议》，采用 BT（建设-移交）模式未来 4 年（2012-2015 年）内实施 500MW 光伏电站开发建设项目，且 12-14 年并网运行项目分别不低于 20MW、70MW 和 170MW。

我们研判美国对国内光伏组件 10 月份仲裁有可能征收“双反”税，而公司利用非大陆地区作为跳板，和中广核在美国积极开展光伏电站业务有利于规避“双反”税。我们研判这是公司与中广核进一步开展的深度合作另一个原因，预计对公司组件销售和海外电站建设产生积极影响，有效拉动公司海外光伏电站业务的推进。

3. 参股创元期货，对公司规避原材料价格波动风险带来益处。

公司之前因为传统线缆业务对铜等金属需求量较大，为了规避原材料价格波动风险，也小规模参与了部分期货业务。此次参股创元期货，有利于公司集中自己的期货业务于一处，为今后规避原材料价格波动风险带来益处。

另一方面，公司也是 A 股市场为数不多的参股期货公司的实体产业企业，这对于增强公司金融看点也有益处。

4. 光伏产业后发技术装备优势明显，组件业务仍处盈利状态。

公司目前具有 1GW 电池片-组件生产线，整线采用自动化作业，仅需要 4000 人。而传统的 1GW 的光伏组件、电池片生产线，需要人员 8000-10000 人，仅人员就比传统老线节省大约 4000-6000 人，节约人员成本约 1.6 亿元/年。另一方面，采用自动化的生产线，其设备投资虽然更大，但是一年折旧费用仅增加大约 5000 多万元，综合效益成本节约 1.1 亿元/年，折合成 1GW 组件来看，相当于成本节约了 0.11 元/w，比传统企业节约了大约 2%，使得企业的盈亏平衡点在毛利率 10%左右，由于其它企业约 2 个百分点。

另一方面，公司 11 年下半年投入生产，采用以销定产的策略，原材料硅片价格和保利协鑫和做，紧贴多晶硅现货价格，不存在大量库存压力风险，因此在 11 年 4 季度和今年 1 季度，公司组件业务仍旧保持盈利状态，由于其它传统组件企业。

我们预计公司 12 年组件业务毛利率维持在 13-17%左右，基本保持盈利状态，并未公司提供一定的现金流。而光伏电站业务，将是公司今后光伏业务的核心利润来源。

5. 传统软线缆业务保持稳健增长。

公司传统的软线缆业务，和目前通信行业的软线缆保有量有关系。因为有这这么大的保有量且每 2 年是换一次，所以业务需求很稳定。

此外，软线缆业务采用按照实际需求量集中竞标模式，如果没有全国范围大规模中标的支撑，小企业很难拿到订单。而且大量的特殊规格的线缆，如果拿不到一定的量，成本下不来，也很难做。公司作为全国软线缆的龙头企业，每年的中标量都是最大的。公司以全国的订单，以小积大，成为规模经济，降低成本。整个行业在这样一个模式下运行，其无形的壁垒还是比较高的。这就保障了公司软线缆业务具有较稳健的特点。

6. 高端矿用电缆和苹果插接件小线缆提升传统业务盈利能力。

高端矿用线缆一直以来被国外进口产品所把持，主要原因是其使用条件恶劣，对产品寿命，安全性要求高。由于矿用线缆在使用过程中反复推拉磨损，其普通国内线缆寿命仅有3个月，而进口线缆则可以达到6-12个月，具有较高毛利率。公司近年来积极研发矿用线缆产品，目前其寿命已经可以达到12个月，和国外产品相匹敌，是典型的俄进口替代产品。此类产品的毛利率远高于传统线缆16%的毛利率，保守估计在35%以上，成为公司未来的新看点。

苹果小线缆业务年前已经陆续完成苹果认证，未来积极通过新加坡公司进入苹果等知名手机厂商供应序列，成为公司新的利润来源。

盈利预测与投资建议

我们预计 12-13 年 EPS（完全摊薄）为 0.714 元和 0.87 元，对应 PE 为 14 和 12 倍，给予“强烈推荐”评级。考虑到公司国内光伏电站 BT 建设项目的风险较低，且带来巨大投资收益，建议投资者在光伏低谷期积极介入此类具有强劲业绩支撑的国内光伏电站建设 BT 类公司，未来必将带来较高收益。

投资风险

1、公司电站建设项目进展低于预期；

表 1：投资组合盈利预测和估值

| 万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万元） | 2,918.72 | 4,798.80 | 10,327.20 | 13,269.37 | 15,812.64 |
| 主营收入增长率 | 72.15% | 64.41% | 115.20% | 28.49% | 19.17% |
| EBITDA（百万元） | 242.41 | 374.31 | 1,167.31 | 1,482.36 | 1,618.57 |
| EBITDA 增长率 | -5.56% | 54.41% | 211.86% | 26.99% | 9.19% |
| 净利润（百万元） | 188.79 | 207.76 | 355.00 | 416.17 | 469.70 |
| 净利润增长率 | 3.38% | 10.05% | 70.87% | 17.23% | 12.86% |
| ROE | 8.24% | 9.05% | 22.50% | 21.31% | 19.77% |
| EPS（元） | 0.790 | 0.860 | 0.739 | 0.866 | 0.977 |
| P/E | 12.86 | 11.81 | 13.75 | 11.73 | 10.40 |
| P/B | 1.07 | 1.06 | 3.09 | 2.50 | 2.06 |
| EV/EBITDA | 8.73 | 10.05 | 6.49 | 4.87 | 4.01 |

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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，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。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。