



# 未有评级

002309.SZ

价格: 人民币 10.60

板块评级: 中立

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12	7	12.1	(15.9)
相对新华富时A50指数	11	11	22.3	(0.1)

发行股数(百万)	480.6
流通股(%)	42.1
流通股市值(人民币 百万)	2,081
3个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2012E)	49.0
主要股东(%)	
王柏兴	54.6

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年7月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

\*武雯为本报告重要贡献者

# 中利科技

## 传统业务稳健经营, 电站出售有望增厚利润

公司传统业务为电信用电力电缆, 未来将向高端矿用电缆及 apple 连接线电缆发展, 预计该业务全年保持 5%左右的增长。其子公司腾辉光伏科技的光伏电站业务预计今年下半年可以实现并表利润约 1.5 亿元, 保守预计公司全年实现净利润增速为 47.6%。

### 投资要点

- **传统业务稳健经营, 向高端电缆扩张。**公司传统主营业务为电力电缆, 主要产品包含: 阻燃电缆、船用电缆、铜导体等。2011 年实现营业收入为 40.3 亿元。公司主要客户群为电信公司, 受国内基站建设放缓的影响, 该项业务基本进入稳定期, 由于与上游客户签订价格联动协议, 因此毛利率基本保持稳定。公司未来将向高端矿用电缆、为 apple 供应连接线以及轨道交通系统用电缆发展, 预计 2012 年高端矿用电缆将实现小部分订单, 全年业务保持小幅增长。
- **组件及电池片业务毛利率高于行业平均水平。**公司控股子公司腾辉光伏科技主要从事光伏产品的生产制造以及电站开发出售的业务。公司去年引进国际一流的自动化生产线, 目前该公司拥有 1GW 的光伏电池及组件的产能, 产出单晶电池片转换效率达到 18.1%, 多晶电池片转换效率为 16.7%, 预计全年出货量在 800MW 左右, 其中一半外销, 一半用于公司光伏电站建设。由于公司没有历史负担, 因此毛利率尚能达到 10%左右, 高于行业平均水平, 但是财务费用较高, 预计全年基本不盈利。
- **电站业务下半年开始贡献利润。**公司 2012 年分别与中广核、招商新能源、青海省政府签订了未来 3-6 年的光伏电站开发合作协议, 总规模达到 2.5GW。2012 年公司光伏电站建设容量达到 300MW 左右, 其中大部分在今年下半年开工, 我们保守预计公司全年出售电站 150MW 左右, 全年共实现净利润为 1.5 亿元。

### 投资风险

- 光伏电站出售不达预期。

### 估值

- 我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.64 元、0.83 元、0.91 元, 对应市盈率分别为 16.6、12.8、11.6 倍。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,919	4,799	7,662	10,239	13,099
变动(%)	72.2	64.4	59.7	33.6	27.9
净利润(人民币 百万)	189	208	307	399	438
全面摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.43	0.64	0.83	0.91
变动(%)	3.4	10.0	47.6	30.2	9.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.4	24.0	16.2	12.5	11.4
每股现金流量(人民币)	(0.59)	(0.40)	(3.05)	(2.98)	(1.79)
价格/每股现金流量(倍)	(17.49)	(25.79)	(3.40)	(3.47)	(5.78)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.85	23.44	26.19	13.67	10.24
每股股息(人民币)	0.08	0.04	0.06	0.08	0.09
股息率(%)	0.8	0.4	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 公司未来战略：特种电缆+光伏电站开发及售出

公司未来产品销售主要还是以电缆和光伏电站为主。其中，电缆方面，公司在保持自身通信用电缆产品销售的同时将向特种电缆方向发展；光伏方面，公司控股子公司腾辉光伏目前具有1GW的多晶硅电池片和1GW的组件产能，暂不扩产，且未来主要以光伏电站销售业务为主，负责光伏电站的开发、融资及销售。组件和光伏电缆一方面用于对外出售，一方面应用于公司的光伏电站的建设。

## 利润目标

公司领导层预计今年中报业绩不会有太大的惊喜。全年来看，电缆业务将保持平稳增长，增速约10%左右。下半年公司主要光伏电站项目开工，预计11月份前建成，12月份开始并网。国内方面，甘肃100MW的电站项目年底前售出概率较大，此外，青海100MW的光伏电站省里将出面为公司争取今年年底顺利并网转交；意大利的24MW的光伏项目预计7月份补贴到账就可以顺利卖出，9月份之前就可以确认收入，约300-700万元的利润。公司预计全年国内国外的光伏电站销售情况将超过300MW，而腾晖预计实现净利润3个亿左右，权益后约贡献利润2亿元，乐观预计公司2012年全年实现每股收益0.7-0.8元。

## 主营业务情况：

### 光伏业务：

#### 1) 光伏产品制造：毛利率高于行业平均水平

中利腾辉光伏科技有限公司全部引进德国、日本、意大利等目前世界最先进技术的全自动生产线，拥有21万平方米的独栋生产厂房，构建了6条单晶硅、18条多晶硅光伏生产线。

公司目前具有1GW的多晶硅电池片和1GW的组件产能，生产的单晶电池片的平均转换效率为18.10%，多晶电池片平均转换效率为16.66%，基本达到行业平均水平。由于目前行业遭遇整合，制造利润普遍不高，甚至出现亏损的企业不在少数。由于公司去年才开始引进全自动生产线，同样的生产线平均下来行业里面需要1万人左右进行生产，而腾晖仅需要3,000-4,000左右的生产人员，没有历史负担，因此目前产品毛利率仍然可以维持十几个百分点左右。公司组件的销售一半用于国内电站项目建设，一半出口至国外，预计全年出货量在800MW左右，目前公司亏损的订单不做。预计今年电池片及组件的毛利润在2.8个亿左右，但是公司的财务费用负担较大，因此全年盈利有限。

## 2) 光伏电站:

### 2.1 公司盈利模式之国内+国外:

公司光伏电站项目预计今年下半年才能并表。腾晖电力的光伏电站业务主要盈利模式为 BT。公司作为项目建设方负责整个项目的批文、并网以及发电许可等手续，成功实现后再卖给业主，从中赚取利润，其中是否拿到项目批文以及发电许可成为进入该项领域的主要壁垒。此外，作为项目建设方前期需要较大的资金投入，一般来说至少需要 20% 的自有资金，其余 80% 的资金则通过融资或者银行贷款来实施。一般来说，建设 100MW 的电站需要 3 个多月的时间，项目交割时业主方将会支付 70% 的项目款，半年时间将交付 90% 的项目款，此外 10% 的尾款作为项目保证金一年内必须支付。相对来说，国外电站项目盈利要低于国内，其利润维持在 10% 左右，主要原因是公司在国外主要通过收购项目公司专门做项目申请，找好下家，同时把工程卖给有实力的 EPC 公司来做，相对价格比较贵（为确保能并网）。但是，国外的电站建设周期短，转让快，主要因为市场比较透明，一般以 25 年为电站运营期限，而基本上以养老金或者基金机构来投资，赚取稳定收益。公司在国外投资电站规模相比较小。

图表 1. 公司 2012 年签订光伏电站建设战略协议框架一览表

签订时间	签订方	协议内容	2012E
2012.3.28	招商新能源	未来 3 年内完成 1GW 的光伏电站开发合作	300MW
2012.5.11	青海省人民政府	6 年内安排不少于 1GW 的光伏电站并网建设指标	150MW
2012.5.18	中广核	2012~2015 年在美国开发电站约 500MW，并网运行的 2012 年不少于 20MW，2013 年不少于 70MW，2014 年不少于 170MW	>20MW
2012.5.31	生态能源世界	转让已建成的 24MW 并网光伏电站股权	

资料来源：中银国际研究, 公司公告

### 2.2 公司在建项目

公司的子公司香港腾晖入股招商新能源 9.09% 的股份，此外协鑫入股 18%，招商新能源作为电站运营和交易平台，拥有 180MW 的屋顶资源电站。此外，中利腾晖与招商新能源签署三年合作开发及收购 1GW 的光伏电站的协议，首期将位于青海、甘肃、新疆等省区的 300MW 光伏电站进行开发及收购。公司预计今年建设电站共计 300MW，其中意大利 24MW 的光伏电站项目预计今年 9 月份之前可以确认收入，预计 10% 的利润率，约 300-700 万元的利润；江苏方面，30MW 的电站路条尚未拿到，但是已经开工，今年预计也能确认收入；青海 100MW 的项目预计今年 8 月份开始动工，年底之前能够顺利并网并转交；甘肃 100MW 的光伏电站项目也将开始，公司领导称政府方面也会敦促该项目的及早并网并转交。公司与招商的合作中，招商方面也能从电站项目中获得 9 点多的内部收益率。此外，电站的选址很重要，并须能并网，因此公司对于选择建设地址很慎重。并网方面，目前东部存在一定的问题，而西部仅甘肃会有些问题，江浙沪由于本来就缺电，因此并网方面几乎没有瓶颈。此外，电站方面所需要的组件及电缆均由公司提供。公司预计今年国内新增光伏装机容量达到 5.5-6GW，新增量主要集中在西部，其中江苏今年 150MW，青海全年将放出 1.5GW 的大路条。目前，甘肃 100MW 的路条已经拿到，青海方面公司与政府签订协议，及时今年给不了 150MW 的容量也会在明年补齐。公司称在青海建设电站一般小电站没有优势，由于电网容量有限，因此以后的趋势会向大电站发展。

**图表 2.腾辉光伏 2011-2014E 盈利预测**

(人民币, 百万)		2011	2012E	2013E	2014E
<b>组件及电池片</b>	营业收入	760.1	2400.0	2812.5	3125.0
	同比增长(%)		215.7	17.2	11.1
	产能 (MW)	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
	销量 (MW)	106.0	800.0	900.0	1000
	价格(元/w)	7.2	4.8	5.0	5.0
	营业成本	623.5	2112.0	2446.9	2703.1
	毛利率 (%)	18.0	12.0	13.0	13.5
	毛利润	136.7	288.0	365.6	421.9
<b>光伏电站:</b>					
<b>甘肃电站</b>	收入		1200.0	1650.0	2100.0
	确认收入规模 (MW)		100.0	150	210
	售出价格 (元/w)		12.0	11	10
	成本价格 (元/w)		9.0	8	7
	毛利润		300.0	450.0	630.0
<b>青海电站</b>	收入		0.0	1,100.0	2,000.0
	在建规模 (MW)		150.0	100	200
	确认收入规模 (MW)		0.0	100	200
	售出价格 (元/w)		12.0	11	10
	成本价格 (元/w)		9.0	8	7
毛利润		0.0	300.0	600.0	
<b>江苏电站</b>	收入		403.2	330.0	500.0
	在建规模 (MW)		33.6	30	50
	确认收入规模 (MW)		33.6	30	50
	售出价格 (元/w)		12.0	11	10
	成本价格 (元/w)		10.0	9	8
毛利润		67.2	60.0	100.0	
<b>意大利电站</b>	收入		370.0	750	1,500
	在建规模 (MW)		24.0	50	50
	确认收入规模 (MW)		24.0	50	50
	毛利润		4.0	7.5	15
	收入	760.1	3,173.2	4,992.5	7,125.0
在建规模 (MW)		307.6	380.0	600.0	
确认规模 (MW)		157.6	330.0	510.0	
成本	623.5	2,514.0	3,809.4	5,358.1	
毛利润	136.7	659.2	1,183.1	1,766.9	
销售费用率		6%	7%	7%	
管理费用率		5%	6%	6%	
财务费用率		5%	5%	5%	
净利润		154.0	278.5	484.4	

资料来源: 中银国际研究.

### 电缆业务: 保持稳定增速

公司目前向高端矿用电缆产品发展, 资质认证预计 8 月份之前就可以拿到。随着高端矿用电缆的大规模生产, 将像当初的软电缆一样实现进口替代, 其市场空间平均一年 100 亿左右。目前高端矿用电缆尚未大规模使用, 仍然只是个别使用, 主要由于普通电缆大概 10 几个点的毛利率, 而高端产品的价格相对就高出很多, 但是使用年限方面, 高端电缆一般比普通电缆可以多用 7 个月左右 (普通电缆 3 个月左右换一次), 公司在该产品的推广方面打算采用协议采购的方式, 逐步把普通电缆替代成高端电缆。产能方面将投入 10 个亿左右, 预计该项业务今年下半年会有些订单, 具体利润贡献方面预计在明年。公司的电缆业务发展相对平稳, 基本增速为 5%-10%, 公司领导称电力电缆市场方面公司不会大规模扩张。上游铜价的联动合同也将使传统电缆业务的毛利率保持稳定。预计全年该项业务的毛利率同比不会有明显变化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371