



盈利符合预期，全年高速增长

——中利科技（002309）财报点评

2012年10月25日

强烈推荐/维持

中利科技

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

公司发布 12 年三季报，前三季度营业收入和净利润分别达 41.95 亿元和 1.52 亿元，同比分别增加 33.17% 和 20.51%；基本每股收益 0.32 元，同比增加 23.08%。销售毛利率为 17.38%，同比大幅增加 3.74 个百分点；期间费用率为 12.71%，同比增加 4.59 个百分点；销售净利率为 4.47%，同比减少 0.92 个百分点，毛利率大幅上升但随着同期期间费用增加，净利率略有下降；分季度看，三季度营业收入和净利润分别为 15.18 亿元和 4113 万元，同比增加 25.44% 和 36.38%，EPS 为 0.09 元，同比增加 50%，盈利能力持续好转，前三季度盈利状况符合市场预期。源于子公司中利腾晖光伏科技有限公司销售业绩及利润增长，**公司预计 12 年全年业绩增长 50%-80%，对应利润为 3.12-3.74 亿元，对应 EPS 为 0.65-0.78 元。**

公司未来投资亮点：1) 海外电站业务积极稳妥推进，在美国拿下 130MW 电站建设许可为公司带来 2 亿元利润，确保 13 年业绩；2) 国内西北大规模地面电站+中部分布式电站坐享电站盛宴；3) 为苹果 iPhone5 等供货打开高端线缆插接线市场；4) 高端矿用电缆取得重大突破，打开百亿高毛利电缆市场，保障传统线缆主业毛利率稳定的同时显著增厚业绩。预计公司 12-14 年 EPS 为 0.80 元、0.95 元和 1.19 元，对应 PE 为 13.8、11.7 倍和 9 倍，维持“强烈推荐”评级。随着国内光伏电站政策的积极推进、海外电站项目的逐步落实，公司业绩将迎来爆发式增长时期，建议投资者积极参与此类有强劲业绩支撑的公司。

公司分季度财务指标*

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11.1-9	11A	12Q1	12Q2	12Q3	12.1-9
营业收入（百万元）	808.74	1068.6	1130.5	3007.9	4798.8	1384.6	1292.6	1517.7	4195.0
增长率（%）	60.80	52.45	45.84	51.98	64.41	71.21	20.96	34.25	39.47
毛利率（%）	12.85	15.56	12.38	13.64	13.81	16.83	19.35	16.19	17.38
期间费用率（%）	8.31%	8.17%	7.94%	8.12%	8.41%	11.99	12.92	13.18	12.71
营业利润率（%）	5.08%	7.12%	3.96%	5.39%	5.03%	4.55%	6.34%	2.82%	4.47%
净利润（百万元）	37.36	80.78	37.51	155.64	207.76	43.57	67.68	41.13	152.37
增长率（%）	-10.29	22.12	71.43	20.03	10.05	16.62	-16.21	9.65%	-2.10%
基本每股盈利（元）	0.155	0.336	0.156	0.648	0.86	0.181	0.141	0.086	0.317
资产负债率（%）	29.71	36.09	44.70	44.70	64.07	69.22	73.11	74.44	73.11
净资产收益率（%）	1.60%	3.34%	1.50%	6.29%	9.06%	1.89%	2.60%	1.41%	5.96%
总资产收益率（%）	1.12%	2.13%	0.83%	3.48%	6.19%	0.58%	0.70%	0.36%	1.60%

*因系统数据未更新，此表格为追溯前数据，和公司三季报披露数据有差异。

评论：

积极因素：

1. 海外电站快速推进，确保公司明年业绩。

截至到3季度末，公司海外电站已经建成并网两座：1) 意大利 23.7MW 光伏电站；2) 意大利 10MW 光伏电站；前者为公司带来近 3.7 亿元销售收入，带来约 4000 万元利润；后者保守预计为公司带来 1000 多万元利润。这为公司 12 年业绩带来重要保障。

同时，公司近期以 1.93 亿人民币（1.45 元/瓦，折合 0.23 美元/瓦）收购 Silverado 公司美国南加州 133MW 电站建设指标建设指标（“大陆条”），积极布局美国电站建设市场。这为公司积极持续地开拓海外光伏电站市场打下了坚实基础。我们研判该项目完成并移交后，将会在 13 年为公司增厚利润近 2 亿元人民币(税后)，增厚 EPS 约 0.28 元，其对公司明年业绩拉动巨大，保障了海外业务的高速增长。

2. 积极拓展澳洲市场，闯出欧美“双反”包围圈。

在欧美“双反”的压迫下，公司积极寻找新的出口增长点，近期在澳洲市场取得两项电池片组件合同，闯出“双反”包围圈。根据协议未来 12 个月内，向澳洲 source 公司出售价值约 1.5 亿元的 25MW 组件；未来 3 年内向 Powersolar 公司供应价值约 3.5 亿元的 73MW 组件。两个项目除去预付款（5%和 10%）外，全部用全额信用证担保支付，确保货款回收安全。在欧美等地对国内电池片组件企业双反的情况下，公司此次订单冲出重围，积极开拓欧美双反区域以外的澳洲市场，是国内打开澳洲市场为数不多的几家企业。此两个订单实施后，保守预计为公司带来约 1000-2000 万元利润。

我们研判，公司积极进军澳洲等市场，有利的回避了欧美等地区“双反”的影响，对公司发展具有重大战略意义。

3. 国内大规模地面电站进展顺利，嘉峪关一期 100MW 电站已具备并网条件。

中利科技未来 5 年内在嘉峪关建设 GW 级光伏产业基地，一期投资 100MW 光伏电站已经基本完成面板铺设等工作，我们预计今年 4 季度将完成并网并交割给下游客户，保守预计为公司带来 13 亿元左右收入，贡献利润超过 1 亿元。这是公司在西北地区打造的国内最大的光伏电站，其规模化效应带来了综合成本的下降，包括共用控制系统、运维费用等，我们预计将会成为整个光伏电站建设的新标杆。

同时，中利科技嘉峪关 100MW 省级政府核准的“大陆条”已经拿到，其占整个嘉峪关今年核准大陆条总量的 50%以上，成为当地政府的“一号工程”。这为嘉峪关 1GW 光伏电站基地项目开启了完美的第一页。

除了在甘肃省保持优势以外，公司还集中精力积极布局新疆、青海等地，预计今年在江苏建设电站不低于30MW，嘉峪关100MW，新疆青海100MW，山东20MW。预计总计达到250MW左右，比去年增长8倍多，是公司今年业绩增长的主要来源。保守预计，计入今年国内光伏电站BT销售收入达到37.5亿元，利润预计达3亿元，权益后达2亿元，贡献EPS约0.41元。

图 1：中利科技嘉峪关 1GW 电站项目，已完成 100MW。



资料来源：中利科技实地调研资料，东兴证券整理

图 2：一期 100MW 光伏电站面板铺设完毕



资料来源：中利科技实地调研资料，东兴证券整理

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3200人，比传统的1GW的光伏组件、电池片生产线，减少4000-5000人，保守预计节约人员成本约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%，使得完全达产后的盈亏平衡点在毛利率11-13%左右，优于其它企业约1-2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。

预计全年公司组件出货量可达到850MW，扣除下半年电站建设用350MW左右，其中直接销售组件约500MW左右。我们预计公司12年组件业务毛利率维持在13-17%左右，全年保持盈利状态，并为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. 苹果线缆插接件产品13年贡献业绩超预期。

公司的线缆插接件已经通过苹果公司等的认证，且在三季度已开始供货，预计13年实现销售收入约4亿元，约占苹果此类采购额的15-25%，远超我们之前的预期，毛利率高达20%以上，贡献利润保守达4000万元，增厚EPS约0.08元。另外一方面，随着公司顺利通过苹果公司认证并给苹果供货，预计HP、Dell等公司鉴于公司优良的品控能力，也陆续向公司此类产品采购，预计最终销售收入达到约5-10亿元规模。

6. 高端矿用电缆打开一片百亿市场新天地。

高端矿用电缆主要用在煤炭采掘行业，其使用环境恶劣，线缆经常受到潮湿环境侵蚀，同时经常受到反复拖拉牵引，对线缆性能要求非常高。其对各项指标，结构设计，线缆材料的要求非常严格。目前国内高端矿用电缆一般采用进口产品，其使用寿命可达 12 个月，但供货周期长，且价格昂贵。而国产一般的矿用线缆，由于技术不过关，产品寿命短，一般只有 2-3 个月。国外产品借其技术优势一直把持国内高端矿用市场，毛利率高达 60-70%。而目前国内仅有两家企业掌握高端矿用电缆的生产技术，且公司是率先能够大批量产业化生产改电缆同时率先获得国家矿用中心一次给予 16 种矿用线缆的公司。公司产品在此领域的突破，将打开近 100 亿元高端矿用电缆空间，提升公司的传统电缆产品的毛利率水平。保守预计，公司产品价格比国外同类同型号产品低约 20-30%，毛利率达到 40%以上。

我们保守预计公司高端矿用线缆 13-14 年市场份额达到 2%和 5%，销售收入达到 2 亿元和 5 亿元，则贡献利润预计达到 0.4 亿元和 1 亿元，增厚 EPS 约 0.08 元和 0.21 元。

消极因素：

1. 传统线缆业务盈利能力下降。

如果其原材料铜等价格向上波动且未触及价格调整条件，则有可能带来传统线缆业务毛利率下降的风险。

盈利预测

公司盈利预测：预计公司 12-14 年 EPS 为 0.80 元、0.95 元和 1.19 元，对应 PE 为 13.7、11.6 倍和 9 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资建议：

公司未来亮点：1) 海外电站业务积极稳妥推进，在美国拿下 130MW 电站建设许可为公司带来 2 亿元利润，确保 13 年业绩；2) 国内西北大规模地面电站+中部分布式电站坐享电站盛宴；3) 为苹果 iPhone5 等供货打开高端线缆插接线市场；4) 高端矿用电缆取得重大突破，打开百亿高毛利电缆市场，保障传统线缆主业毛利率稳定的同时显著增厚业绩。预计公司 12-14 年 EPS 为 0.80 元、0.95 元和 1.19 元，对应 PE 为 13.8、11.7 倍和 9 倍，维持“强烈推荐”评级。随着国内光伏电站政策的积极推进、海外电站项目的逐步落实，公司业绩将迎来爆发式增长时期，建议投资者积极参与此类有强劲业绩支撑的公司。。

投资风险

1、传统线缆盈利能力下降的风险；

表 1：盈利预测和估值

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,918.72	4,798.80	10,560.70	13,458.12	16,296.08
主营收入增长率	72.15%	64.41%	120.07%	27.44%	21.09%
EBITDA（百万元）	242.41	374.31	1,206.08	1,535.71	1,748.59
EBITDA 增长率	-5.56%	54.41%	222.21%	27.33%	13.86%
净利润（百万元）	188.79	207.76	384.51	456.78	573.10
净利润增长率	3.38%	10.05%	85.08%	18.79%	25.47%
ROE	8.24%	9.05%	23.96%	22.66%	22.64%
EPS（元）	0.790	0.860	0.800	0.950	1.192
P/E	14.08	12.93	13.90	11.70	9.33
P/B	1.17	1.16	3.33	2.65	2.11
EV/EBITDA	9.68	10.67	6.68	4.99	3.94

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。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电力设备与新能源、新材料行业研究，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 首席分析师，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，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。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电力设备与新能源、新材料行业研究，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（二次设备、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、固体废弃物处理）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。