



分析师

桂方晓 021-61683506  
 执业证书编号 S1070511070001  
 熊杰 010-88366060-8838  
 执业证书编号 S1070512110002

联系人

沈成 021-61680387  
 从业证书编号 S1070112050072

投资评级：推荐（维持）

市场数据

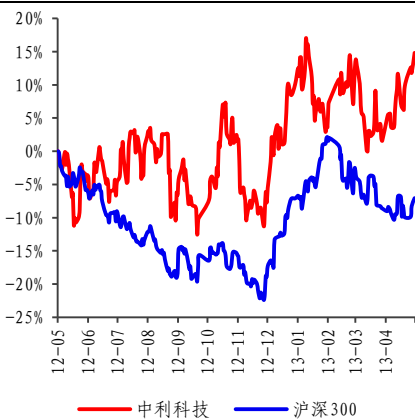
目前股价（元）	11.91
总市值（亿元）	57.24
流通市值（亿元）	26.00
总股本（万股）	48,060
流通股本（万股）	21,834
12个月最高/最低	12.30/8.85

公司盈利预测

	2012A	2013E	2014E
营业收入	6,326	7,063	8,107
(+/-%)	31.8%	11.7%	14.8%
净利润	236	279	366
(+/-%)	13.6%	18.0%	31.3%
EPS	0.49	0.58	0.76
PE	24.2	20.5	15.6

注：营业收入、净利润单位为百万元，EPS 为元

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

# 成功进军日本光伏电站市场

## ——中利科技（002309）开发日本电站点评

### 投资建议：

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元和 0.94 元，对应 PE 分别为 20.5 倍、15.6 倍和 12.6 倍。我们认为公司资源优势明显，电站转让的确定性较高，维持公司“推荐”的投资评级。

### 要点：

- **公司拟大规模开发投资日本光伏电站：**公司发布两则公告：一、控股子公司中利腾晖与福山株式会社签署了《光伏电站合作开发协议》，双方拟定于 2013-2015 年在日本共同投资开发福山株式会社已取得政府批文的 500MW 光伏电站项目，其中 2013 年约 80MW，2014 年不低于 200MW，2015 年不低于 200MW。二、中利腾晖与东亚集团签署了《协议书》，双方拟定于 2013-2015 年在日本共同投资开发 300MW 光伏电站项目，其中 2013 年不低于 50MW，2014 年不低于 150MW，2015 年 100MW；当年建设项目当年并网不低于 60%。
- **日本市场收益可观但门槛较高：**在日本现行的 FiT 政策下，投资建设光伏电站的投资回报率相当可观。对于中国企业来说，日本市场门槛较高，一般需要 JET 认证和 J-PEC 认证；中国企业一般通过注册分公司并作为系统集成商参与电站项目开发建设来销售产品，或者寻求日本代理商。
- **公司成功进军日本光伏电站市场：**公司此次签署的 3 年 800MW 的合作投资开发协议，是公司开拓日本市场取得的巨大突破，表明公司成功进军日本光伏电站市场。公司的两个合作方福山株式会社与东亚集团均有良好的项目储备与开发经验，且有多家能源长期投资基金作为后援力量，项目资源与客户资源俱佳，有利于电站建成之后的运营与转让。
- **光伏电站的商业模式已获验证：**公司的光伏业务采取国内销售与国外销售并重、以建设光伏电站为主、组件销售为辅的经营策略。公司凭借自身的资源优势，形成了光伏电站快速开发、建设、转让的商业模式，2012 年顺利转让 120MW 电站项目，验证了其商业模式的可行性。目前，公司优质项目储备丰富，2013 年已启动及规划的光伏电站项目近 400MW。我们判断，公司光伏电站转让的确定性较高，今年下半年将大规模确认收入，该业务的收入与利润未来有望持续保持高速增长。
- **风险因素：**补贴政策不达预期；电站并网与交易风险；财务风险。

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,799	6,326	7,063	8,107	9,253
营业成本	4,136	5,085	5,605	6,313	7,151
销售费用	137	247	283	324	361
管理费用	193	298	339	381	426
财务费用	73	313	318	425	504
投资净收益	22	18	20	20	20
营业利润	242	278	431	572	714
营业外收支	21	104	20	20	20
利润总额	262	382	451	592	734
所得税	40	80	95	124	154
少数股东损益	14	66	78	102	127
归属于母公司净利润	208	236	279	366	454
<b>资产负债表 (百万元)</b>					
流动资产	4,506	8,358	12,799	14,884	17,280
货币资金	1,129	2,188	6,012	7,791	10,029
应收账款	1,910	3,153	3,461	3,648	3,701
应收票据	257	110	123	141	161
存货	805	2,294	2,522	2,525	2,503
非流动资产	3,004	3,720	4,343	4,648	4,827
固定资产	2,548	3,139	3,712	3,959	4,078
资产总计	7,510	12,079	17,142	19,532	22,107
流动负债	4,128	7,318	11,181	13,176	15,261
短期借款	1,771	3,771	7,271	8,771	10,271
应付款项	1,366	2,473	2,726	3,070	3,478
非流动负债	684	1,771	2,671	2,671	2,671
长期借款	680	911	1,811	1,811	1,811
负债合计	4,812	9,089	13,852	15,847	17,932
股东权益	2,698	2,990	3,290	3,685	4,174
股本	240	481	481	481	481
留存收益	2,055	2,039	2,261	2,554	2,917
少数股东权益	403	470	548	650	777
负债和权益总计	7,510	12,079	17,142	19,532	22,107
<b>现金流量表 (百万元)</b>					
经营活动现金流	-723	-463	336	1,018	1,396
其中营运资本减少	189	-1,604	-254	190	427
投资活动现金流	-2,528	-943	-857	-665	-568
其中资本支出	-2,024	-860	-835	-635	-535
融资活动现金流	2,976	2,085	4,344	1,427	1,409
净现金总变化	-278	678	3,824	1,779	2,237

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>成长性</b>					
营业收入增长	64.4%	31.8%	11.7%	14.8%	14.1%
营业成本增长	62.3%	22.9%	10.2%	12.6%	13.3%
营业利润增长	22.3%	15.0%	55.2%	32.8%	24.8%
利润总额增长	18.1%	45.8%	18.0%	31.3%	24.0%
净利润增长	10.0%	13.6%	18.0%	31.3%	24.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	13.8%	19.6%	20.6%	22.1%	22.7%
销售净利率	4.3%	3.7%	3.9%	4.5%	4.9%
ROE	7.7%	7.9%	8.5%	9.9%	10.9%
ROIC	9.4%	10.5%	9.7%	11.8%	14.5%
<b>营运效率</b>					
销售费用/营业收入	2.9%	3.9%	4.0%	4.0%	3.9%
管理费用/营业收入	4.0%	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%
财务费用/营业收入	1.5%	4.9%	4.5%	5.2%	5.4%
投资收益/营业利润	9.2%	6.7%	4.6%	3.5%	2.8%
所得税/利润总额	15.3%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
应收账款周转率	3.3%	2.5%	2.1%	2.3%	2.5%
存货周转率	6.2%	3.3%	2.3%	2.5%	2.8%
流动资产周转率	1.4%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
总资产周转率	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.1%	75.2%	80.8%	81.1%	81.1%
流动比率	1.09	1.14	1.14	1.13	1.13
速动比率	0.90	0.83	0.92	0.94	0.97
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.43	0.49	0.58	0.76	0.94
每股净资产	11.23	6.22	6.85	7.67	8.69
每股经营现金流	-3.01	-0.96	0.70	2.12	2.91
每股经营现金/EPS	-7.0	-2.0	1.2	2.8	3.1
<b>估值</b>					
PE	27.6	24.2	20.5	15.6	12.6
PEG	1.74	1.35	0.33	-0.16	-
PB	1.1	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.48	6.66	9.58	8.12	7.79
EV/SALES	51.75	88.52	141.57	141.84	140.49
EV/IC	0.63	0.91	1.43	1.62	1.91
ROIC/WACC	1.25	1.40	1.29	1.57	1.92
REP	0.51	0.65	1.11	1.03	0.99

**研究员介绍及承诺:**

**桂方晓:** 清华大学工学学士, 中国科学技术大学统计与金融系硕士, 2011 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

**熊杰:** 清华大学理学学士, 中科院管理学硕士, 2010 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

**沈成:** 上海交通大学管理学硕士, 2012 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com  
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com  
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com  
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com  
杨 洋: 021-61680670, 15001991899, yang-yang@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>