



中以博胜 小求精当

60MW 路条迎来开门红，中利电子拓展未来空间

2015 年 1 月 6 日

强烈推荐/维持

中利科技

点评报告

——中利科技（002309）点评报告

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

分析师：何昕，罗柏言

电力设备新能源团队：弓永峰 何昕罗柏言

事件：

公司公告称：获得湖南省常德市汉寿县发展和改革局出具的关于汉寿昊晖太阳能发电有限公司 60MW 分布式光伏发电项目备案的通知（汉发改备案〔2014〕51、52、53 号）。该 60MW 分布式光伏发电项目已具备开工条件并于 2014 年 12 月 31 日进行了开工仪式。截至本公告披露之日，中利腾晖已累计为 2015 年光伏发电项目获得批准路条 450MW，其中正在开工建设 160MW。光伏电站的开发及运营为公司现阶段的主要业务方向之一，公司在 2015 年内对于光伏电站业务将实施均衡开发建设，为稳健扩展公司 2015 年光伏电站项目开发业务奠定了良好的基础。保守测算，450MW 完全实现交割将为公司带来约 3.6 亿元利润，增厚公司 EPS 约 0.63 元。

公司亮点：1) 公司光伏电站业务稳健发展，已获得 450MW 路条且开工 1/3 以上，确保 15 年光伏业务稳健增长；2) 光伏电站建设进入新阶段：a) 积极进军分布式电站；b) 进入电站运营与资本化领域；3) 持续加大优质电站的持有量，预计未来将持有 1GW 优质电站，带来超 10 亿元现金流；4) 作为成本控制能力最好的电站 BT 总包商，成本低于同行 1 元/瓦。预计 15 年建设 800MW，实现收入确认 650MW，为公司带来约 5.2 亿元利润，增厚 EPS 0.92 元；5) 预计部分光伏电站交割释可在 2015 年上半年完成，利于减少业绩的季度波动性；6) 深厚的融资背景为电站销售打下坚实基础，运用综合融资平台确保电站顺利移交出售；7) 4G 建设带来通信线缆需求大幅度提升，保持较高增速；8) 采用美国 ASI 进口技术和日本神户设备的的光纤预制棒预计明年投产，为公司带来较大利润贡献 (>2 亿元)；9) 中利电子业务拓展顺利，业绩增长迅速。预计 14-15 年公司利润在 3.2 亿元和 7.4 亿元左右，对应 EPS 约 0.56 元和 1.3 元，对应 PE 为 33 和 14 倍，给予“强烈推荐”评。

1. 60MW 路条迎来开门红。

公司公告称：获得湖南省常德市汉寿县发展和改革局出具的关于汉寿昊晖太阳能发电有限公司 60MW 分布式光伏发电项目备案的通知（汉发改备案〔2014〕51、52、53 号）。该 60MW 分布式光伏发电项目已具备开工条件并于 2014 年 12 月 31 日进行了开工仪式。截至本公告披露之日，中利腾晖已累计为 2015 年光伏发电项目获得批准路条 450MW，其中正在开工建设 160MW。光伏电站的开发及运营为公司现阶段的主要业务方向之一，公司在 2015 年内对于光伏电站业务将实施均衡开发建设，为稳健扩展公司 2015 年光伏电站项目开发业务奠定了良好的基础。保守测算，450MW 完全实现交割将为公司带来约 3.6 亿元利润，增厚公司 EPS 约 0.63 元。

2. 光伏电站业务进入新阶段：进军分布式、央企/国企合作开发、持有高收益电站与资产证券化。

公司进入光伏电站集成商领域以来，经过近 4 年的发展，在光伏电站 BT 建设领域具有较高的综合项目建设优势，随着国内集中式地面光伏电站建设进入到成熟期，未来国内新增地面集中式光伏电站的新增量将逐步趋于稳健；另外一方面，随着三北地区事宜接入电网的较优质的光照土地资源逐步减少以及国家政策积极向分布式的倾斜，在保障土地资源和收益情况下，如何获得优质的分布式地面电站资源成为电站建设集成商的核心竞争法宝。

从产业发展来看，整个光伏电站行业逐步进入到成熟期，未来光伏电站产业主要集中在光伏电站的运营与资产的证券化过程中，这将是整个行业未来发展的最终归宿。

公司除了继续发挥地面电站建设即大陆条资源获取的优势，继续积极开发具备较好并网条件且收益丰厚的地面电站之外，目前也积极进军分布式电站。和普通屋顶分布式电站不同，公司积极介入地面式分布电站，这将有利于规避屋顶资源不足和产权不明晰的缺点，预计公司 15 年将实现分布式电站建设 200-300MW。

目前国内从事电站 EPC 和 BT 业务的光伏企业多达上百家，而真正具备下游客户资源且能顺利交割的，十分稀少。今后公司主要积极和有实力的国企/央企合作，共同开发电站且建成后通过产权交割方式完成出售或者收回，这样就避免了一些电站集成商因无合适买家而导致前期投入大量资金无法收回，现金流急剧紧张，运营能力下滑的情况。目前公司电站业务基本都锁定下游客户，再投资电站建设，有的放矢，避免了巨大的现金流压力，同时取得不错收益，这是业内其它公司无法比拟的。

持有电站资产的证券化会是未来光伏电站行业发展的另外一个阶段，在这方面公司也积极展开动作，为未来收益的证券化打下基础。

今年整体地面电站大陆条仅有 6GW 左右，仅为 13 年的 60%左右，这将势必带来地面电站路条获取的难度，公司通过核心资源和竞争力，将在路条获取上进一步凸显优势，为公司发展赢得空间；另一方面，随着路条获取难度的急剧增加，地面电站的供需平衡的条件将有利于拿到大陆条的电站建设商，为保障电站交割与盈利打下基础。

3. 较强的大陆条获取能力保障公司光伏电站业务增长。

国内电站建设总量预计 14 年将达到 14GW，比 13 年增长 17%左右，在欧美“双反”的影响下，欧美市场电池片组件销售因价格承诺和最高销售量限制，特别是前者急剧削弱了我国产品在欧洲市场竞争力，导致市场份额下降，公司集中力量专注于国内电站业务新模式，无疑对于保障公司业绩带来积极意义。相比较于 13 年，今年地面电站总体规划约 6GW 左右，分布式电站约 8GW，相比较于去年 10GW 以上的地面电站，具备较成熟盈利模式的地面电站总量在下降，这将极大考验电站企业获取大路条的能力。我们研判公司在大陆条获取上具备较强实力，在某些区域具备典型优势，确保公司今年拿下约 600MW 大路条。

中利科技在光伏电站建设中，与其它进入光伏电站领域企业不同，始终紧抓 BT 和 BOT 模式，积极探索大规模光伏电站建设路径方法，且拥有优质下游客户资源，如招商新能源等客户，保障了公司电站 BT/BOT 项目的顺利出售交割，减少公司财务成本压力。

4. 通信线缆电缆迎 4G 建设大年，得到较快发展。

中利科技中标了中国移动 2013 年通信用电力电缆产品和数据线缆产品。1) 中国移动本次通信用电力电缆产品招标合计采购金额约为 23.45 亿元人民币，集中采购分为华北区、华东区、华南区、西南区与西北区五个标段，数量为 7,218 万米，需求满足期为 2014-2015 年。中利科技在本次通信用电力电缆产品招标中预计中标金额约为 8.80 亿元人民币（含税）。2) 中国移动本次数据线缆产品招标合计采购金额约为 4.63 亿元人民币，数量为 49,669 万米，需求满足期为 2014-2015 年。中利科技在本次数据线缆产品招标中预计中标金额约为 1 亿元人民币（含税）。中利科技上述两项产品预计中标金额合计约为 9.80 亿元人民币（含税），将对公司未来经营业绩产生积极影响。

5. 光伏产业后发技术装备优势明显，系统整合能力远优于其它企业。

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，公司积极控制电站设计和建设环节各种费用，精细优化设计，降低建设成本。加之公司拥有独特的线缆制造基础资源，以及西北地区大规模地面电站建设运营经验，使得公司整体电站建设成本比同行业低 15% 左右，这为公司获取电站收益，赢得客户认可打下坚实基础。

同时，随着电站业务的加强，公司组件自用比例迅速拉升，开工率持续维持较高状态。

6. 电子通信业务进入高增长期，为公司带来新的增长引擎。

中利科技参股子公司“中利电子”与浙江浙大网新易盛网络通讯有限公司（“易盛网络”）签署了《产品购销合同》。中利电子向易盛网络出售通信设备，共计 580 套，总金额为人民币 9962.40 万元。我们研判，中利电子作为公司电子通信产业的发展平台，其近两年来业务发展迅速，收入进入高速增长通道。截至到目前中利电子在手订单不低于 7.6 亿元，扣除 13 年交付的 1.45 亿元，至少还有 6.1 亿元订单在手并预计在 14 年度交付，预计为公司带来利润 3000 多万元，权益收益约 900 万元。

结论：

公司投资亮点：1) 公司光伏电站业务稳健发展，已获得450MW路条且开工1/3以上，确保15年光伏业务稳健增长；2) 光伏电站建设进入新阶段：a) 积极进军分布式电站;b)进入电站运营与资本化领域；3) 持续加大优质电站的持有量，预计未来将持有1GW优质电站，带来超10亿元现金流；4) 作为成本控制能力最好的电站BT总包商，成本低于同行1元/瓦。预计15年建设800MW，实现收入确认650MW，为公司带来约5.2亿元利润，增厚EPS0.92元；5) 预计部分光伏电站交割释可在2015年上半年完成，利于减少业绩的季度波动性；6) 深厚的融资背景为电站销售打下坚实基础，运用综合融资平台确保电站顺利移交出售；7) 4G建设带来通信线缆需求大幅度提升，保持较高增速；8) 采用美国ASI进口技术和日本神户设备的的光纤预制棒预计明年投产，为公司带来较大利润贡献(>2亿元)；9) 中利电子业务拓展顺利,业绩增长迅速。预计14-15年公司利润在3.2亿元和7.4亿元左右，对应EPS约0.56元和1.3元，对应PE为33和14倍,给予“强烈推荐”评。

投资风险

1、传统线缆业务持续低迷；2、电站交割时间低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	6,325.73	8,075.05	8,188.00	10,784.00	11,776.00
主营收入增长率	31.80%	27.70%	1.40%	31.70%	9.20%
EBITDA(百万元)	760.18	1,110.34	1,115.78	1,676.90	1,796.58
EBITDA 增长率	103.09%	46.06%	0.49%	50.29%	7.14%
净利润(百万元)	236.04	173.42	320.67	742.73	842.89
净利润增长率	13.60%	-26.50%	84.90%	131.60%	13.50%
ROE	9.37%	6.46%	16.26%	28.13%	24.80%
EPS(元)	0.490	0.360	0.564	1.307	1.483
P/E	38.53	52.44	33.48	14.45	12.73
P/B	3.60	3.38	5.44	4.06	3.16
EV/EBITDA	16.56	11.33	11.93	7.66	6.55

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华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研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

东兴证券电力设备新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华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研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

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法律责任。

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。