

分布式布局正当时，年报净利润超亿元

——芯能科技（833677.OC）公司投资价值分析

投资要点

年报净利润 1.3 亿元，电站收入占比提升

芯能科技 2015 年业绩大幅增长，报告期实现营业收入 16.40 亿元，同比增长 88.72%，实现归属挂牌公司股东净利润 1.33 亿元，同比增长 938.67%，实现每股收益 1.28 元/股，较去年同期大幅增长。

公司由光伏制造转型为以分布式电站和电站运维为发展方向，京运通、浙江正泰仍是公司主要合作伙伴，分别占公司收入比例为 25.72% 和 21.35%。公司向上述等企业销售并提供屋顶资源、快速并网等增值服务，公司将业务重点转向持有电站、电站运维等高毛利业务，并积极拓展微电网等业务，作为公司新的利润增长点。

借力资本市场快速扩张，进入 IPO 辅导期

根据公司公告，公司分别于 2015 年 4 月（两次）、2015 年 10 月和 2016 年 1 月完成四次定增，合计募集 40931 万元，股本增值 13133 万，并于 2016 年 3 月 30 日发布 10 股转增 18 股公告，股本增值 36772.40 万股。。芯能科技在 2015 年 9 月 30 日顺利挂牌之后，逐步转变债权融资为主的方式，拓展融资渠道，并通过成本和库存控制、缩短应收账款回收期等方式规避现金流风险，资本结构优化，经营稳健性进一步提升。公司 2015 年 10 月已进入 IPO 辅导期。

“十三五”光伏将继续获得国家大力支持，分布式是重点发展方向

“十三五”继续支持光伏发电，上调装机容量 50% 至 150GW，并将大力推动分布式光伏发电。我们认为行业将加速整合，由补贴驱动转向技术、商业模式驱动，具独特商业模式、创新能力突出的企业将脱颖而出。

盈利预测：

公司 2016-2017 年继续保持高速增长，预计分别实现收入 19.89 亿元和 23.86 亿元，分别实现净利润 2.27 亿元和 3.23 亿元，年均增长 50% 以上。

风险提示：

屋顶资源获取不达预期；补贴政策缩减；分布式光伏竞争格局变动。

财务数据与估值

	2014A	2015	2016E	2017E
营业收入(万元)	86,925.98	164,048.73	198,876.28	238,611.76
同比增速(%)	129.14%	88.72%	21.23%	19.98%
净利润(万元)	1,276.32	13,256.78	22,685.34	32,336.40
同比增速(%)	扭亏	938.67%	71.12%	42.54%
摊薄后 EPS(元)	0.14	1.28	0.73	0.88

研究员：韩保倩

电话：010-81483149

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940515070002

联系人：杨佳昊

电话：010-84183149

Email：yangjiahao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、	分布式布局给力，2015 年报超亿元.....	4
1.	股本增值 3.68 亿，挂牌三板并进入 IPO 辅导期.....	4
2.	年报净利润 1.3 亿元，电站收入占比提升.....	5
3.	强劲的屋顶资源获取能力，分布式为核心.....	6
二、	光伏转型期，分布式光伏迎来重要机遇期.....	7
1.	光伏电站现状：以地面电站为主，分布式是发展方向.....	7
2.	十三五：明确上调装机容量，利好分布式光伏.....	9
三、	盈利预测	10
四、	风险提示	10

图表目录

图 1: 2013-2015 年芯能科技营收情况	5
图 2: 2013-2015 年芯能科技偿债能力	5
图 3: 公司股改后募集资金情况	6
图 4: 公司屋顶资源客户	6
图 5: 光伏行业产业链结构图	7
图 6: 中国光伏新增装机容量	8
图 7: 2015 年各省市新增分布式光伏装机容量	8
表 1: 芯能科技前十大股东明细 (总股本 13133 万股)	4
表 2: 100MW 电站盈利能力测算	错误!未定义书签。
表 3: 公司盈利预测	10

一、 分布式布局给力，2015 年报超亿元

1. 股本增值 3.68 亿，挂牌三板并进入 IPO 辅导期

浙江芯能光伏科技股份有限公司（以下简称“芯能科技”或“公司”）前身为浙江芯能光伏科技有限公司，2008 年 7 月成立，并于 2011 年 7 月变更为股份有限公司。

公司是一家集研发、生产和销售硅片、电池片和组件的国家高新技术企业，成立之初即专注于太阳能硅片的研发、生产和销售，通过技术积累和技术引进，在 2014 年实现了产业升级，以分布式光伏电站建设或持有和进行电站运维等业务作为新的发展方向。

2015 年 10 月 20 日，浙江证监局接受芯能科技首次公开发行股票并上市辅导备案材料，进入 IPO 辅导期。2015 年 12 月进入三板成分指数，进一步提升公司影响力和知名度。

根据公司年报，公司股本为 12500 万股，2016 年 1 月公司向董事、监事、高级管理人员和核心员工发行 633 万股，完成员工激励，股本增至 13133 万股；2016 年 3 月 30 日再次发布公告，以资本公积向全体股东每 10 股转增 18 股，股本增至 36772.40 万股。

表 1：芯能科技前十大股东明细（总股本 13133 万股）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
海宁市正达经编有限公司	2390.00	18.20
张利忠	1760.00	13.40
张震豪	1020.00	7.77
戴建康	1000.00	7.61
张文娟	900.00	6.85
北信瑞丰瑞东麒麟 1 号资产管理计划	576.92	4.39
刘沛涛	480.00	3.65
胡明	477.10	3.63
海宁市乾潮投资有限公司	450.00	3.43
瑞东梧桐一号投资基金	384.62	2.93
合计	9438.64	71.86

资料来源：公司公告、国都证券整理

张利忠、张文娟系夫妻关系，其子为张震豪，同时，张利忠系芯能科技董事长，2013 年 5 月 5 日，三人签署《一致行动协议》，同意在芯能科技的股东大会表决投票时采取一致行动，上述三人对芯能科技股东大会、董事会决议及董事和高级管理人员的提名及任命均具实质影响，为公司的控股股东和实际控制人。张利忠持有正达经编 90%的股权，张文娟持有正达经编 10%的股权；张震豪持有乾潮投资 51.2%的股权，张文娟持有乾潮投资 12.8%的股权，正达经编持有乾潮投资 36%的股权；张利忠、张文娟、张震豪三人合计直接和间接持有芯能科技 6520 万股股份，持股比例为 49.65%。

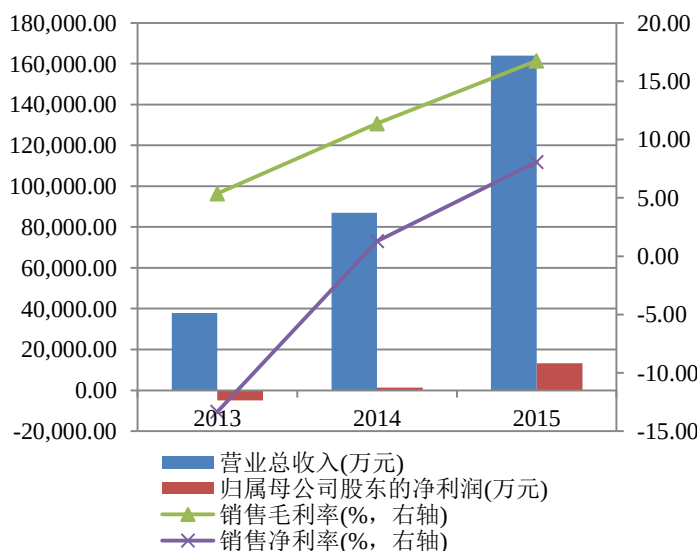
2. 年报净利润 1.3 亿元，电站收入占比提升

芯能科技 2015 年业绩大幅增长，报告期实现收入 16.40 亿元，同比增长 88.72%，实现归属挂牌公司股东净利润 1.33 亿元，同比增长 938.67%，实现每股收益 1.28 元/股，较去年同期大幅增长。从公司分产品收入来看，光伏产品市场销售不断拓展，客户订单增加，收入实现 7.97 亿元，同比增长 40.32%，同时公司加大分布式光伏电站布局，太阳能光伏项目开发及服务收入实现 8.37 亿元，同比增长 206.60%，在收入结构中占比从 33.71% 增长到 53.51%。

随着经营规模提高和盈利能力改善，公司对资本结构不断优化，资产负债率从 2014 年的 102.99% 下降至 2015 年的 68.91%，已获利息倍数升至 6.85，短期借款规模从 2014 年的 3.17 亿元将至 2.54 亿元。

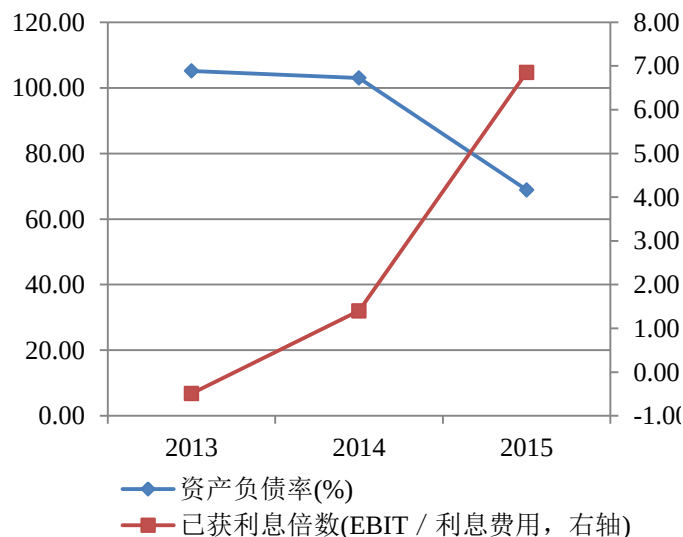
从年报披露的公司前五大客户看，京运通、浙江正泰仍是公司主要合作伙伴，2015 年芯能科技向京运通及其控制企业销售 4.22 亿元，收入占比 25.72%，向浙江正泰太阳能科技销售 3.5 亿元，收入占比 21.35%。2015 年芯能科技与关联方海宁科茂微电网技术有限公司及其控制企业实现收入 3.42 亿元，占比 20.87%，海宁科茂在报告期内由张震豪通过精益环球有限公司持股 36%、陈永祥通过光年绿色能源有限公司持有 64%，2015 年底，张震豪所持股份已全部转让给陈永祥，海宁科茂已与芯能科技脱离关联关系。日地太阳能和嘉兴兴羿为组件生产企业，芯能科技将硅片以市场价销售给日地太阳能、嘉兴兴羿等客户，然后以市场价采购其组件用于电站建设，形成紧密合作关系。

图 1：2013-2015 年芯能科技营收情况



资料来源：WIND 资讯、国都证券

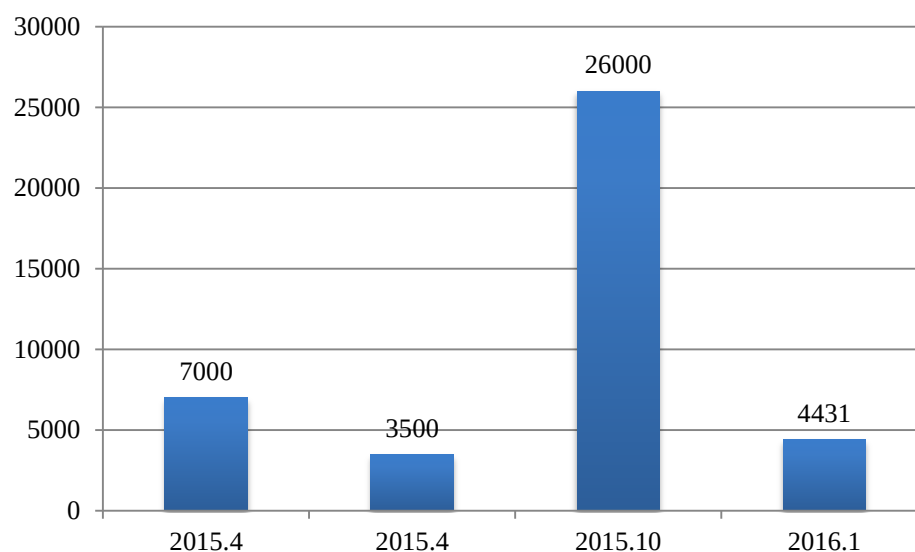
图 2：2013-2015 年芯能科技偿债能力



资料来源：WIND 资讯、国都证券

公司分别于 2015 年 4 月（两次）、2015 年 10 月和 2016 年 1 月完成四次定增，分别增发 1500 万股、2000 万股和 633 万股，募集资金 10500 万、26000 万元和 4431 万元，合计募集 40931 万元。芯能科技在 2015 年 9 月 30 日顺利挂牌之后，逐步转变债权融资为主的方式，拓展融资渠道，并通过成本和库存控制、缩短应收账款回收期等方式规避现金流风险，经营稳健性进一步提升。

图 3：公司股改后募集资金情况



资料来源：WIND 资讯、国都证券

3. 强劲的屋顶资源获取能力，纯正分布式标的

国家电网能源研究院研究员黄碧斌在 2015 年 8 月 21 日举办的“2014 年光伏电站投融资高峰论坛”上表示，屋顶资源有限是制约当前分布式发展的瓶颈之一。分布式光伏优先选择工商业屋顶，普遍要求屋顶面积大、结构好、承重强，此类屋顶在前期“金太阳”项目中被占用很多，存量较少。优质屋顶资源稀缺和屋顶租赁模式的不完善，导致屋顶业主拥有较强的话语权，分布式光伏推进困难。

受益于国家和地方政策对于分布式光伏发展的大力支持，2014 年，芯能科技进军分布式光伏领域，利用良好的信誉和口碑，四个月内获取 69 家用户、近 100 万平米的工业屋顶建设 88MW 的分布式光伏电站。用户涵盖纺织、皮革、化工、机械等十多个行业，其中包括海利得、美大、宏达等上市公司。

图 4：公司屋顶资源客户



资料来源：国都证券

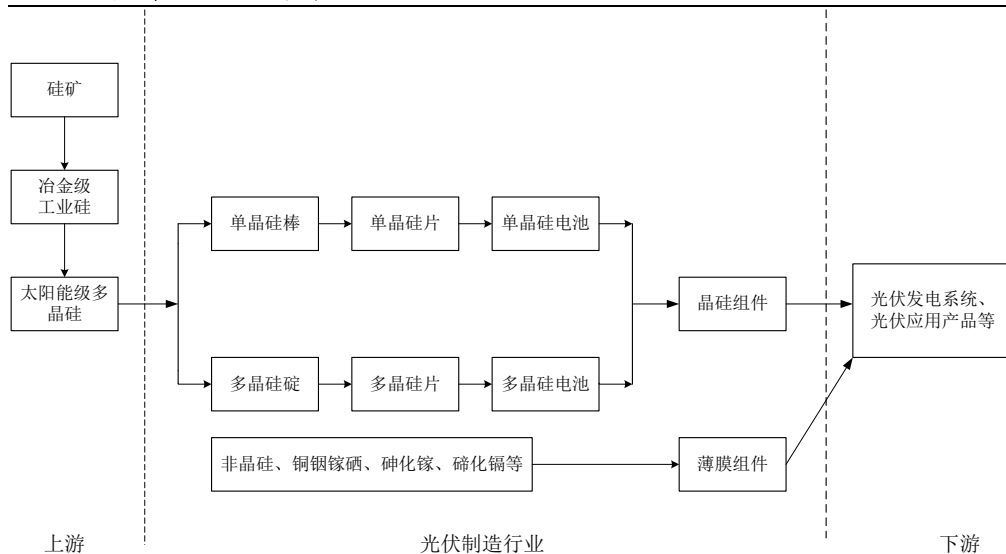
目前公司以海宁为圆心、以嘉兴为半径，通过组建电站开发部，成立专业开发队伍，地毯式摸清责任区域工业屋顶资源详情，建立屋顶资源库。根据公司公开转让说明书，截止 2015 年 6 月底，芯能科技资源库中储备约 503 万平米的屋顶，折合装机容量约 445MW。

未来公司计划转型定位以分布式光伏为核心，以互联网为依托的清洁能源综合服务商。结合公司拥有的屋顶资源优势，整合电站设计单位、EPC 公司和设备供应商等资源，为客户提供分布式光伏发电一体化解决方案，帮助投资方提高电站建设和并网发电效率、节约建造成本，为广大用户提供创能、节能和储能等综合解决方案。

二、 光伏转型期，分布式光伏迎来重要机遇期

太阳能发电分为光热发电和光伏发电，其中光伏发电是目前太阳能发电的主要方式。光伏发电主要利用半导体界面的光生伏特效应而将光能直接转变为电能的一种技术，有独立运行和并网运行两种方式，关键元件是太阳能光伏电池。太阳能光伏电池主要分为晶体硅电池和薄膜电池两大类，由于晶体硅电池具有转换效率高、技术成熟、扩产较快、硅原料来源丰富等特点，成为主要的太阳能光伏电池来源，具体主要分为多晶硅电池和单晶硅电池。

图 5：光伏行业产业链结构图



资料来源：国都证券整理

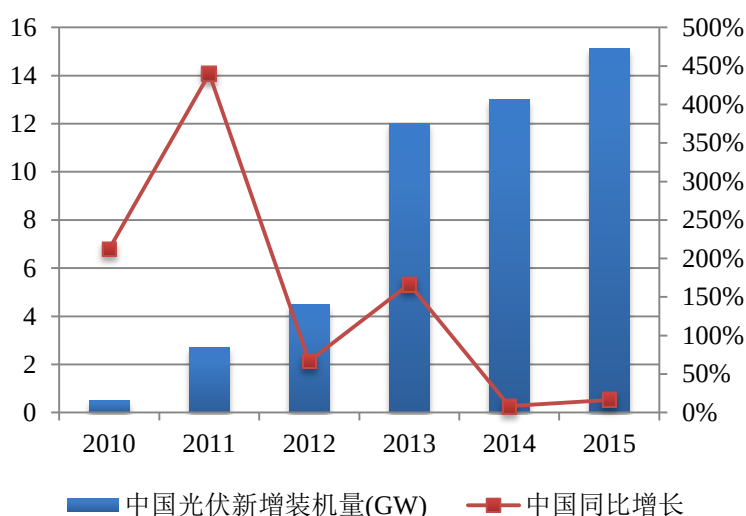
1. 光伏电站现状：以地面电站为主，分布式是发展方向

光伏产业是目前全球发展最快的新能源产业之一。自 20 世纪 80 年代以来，世界主要发达国家政府出于环境保护、可持续发展战略等考虑，先后制定了针对本国实情且较为系统的光伏发展计划和产业政策，光伏发电产业因而得到了迅速发展。

从产业周期的角度来看，从 2008 之后，全球光伏产业进入一种非理性高速增长阶段，2011 年受供求关系以及欧美双反政策的影响，光伏行业进入低谷期，从 2011 年中期到 2013 年中期，行业快速滑入低谷进行整合，2013 年下半年，行业基本面略有好转，部分企业实现了单季度经营盈利，2014 年行业依旧随着市场需求回升而呈复苏态势。

2015 年，我国新增光伏装机 15.13GW，占全球新增装机的四分之一以上，占我国光伏电池组件年产量的三分之一，为我国光伏制造业提供了有效的市场支撑。从各省市光伏发电运行情况看，多数地区运行情况良好，全国全年平均利用小时数为 1133 小时，西北部分地区出现了较为严重的弃光现象，甘肃全年平均利用小时数为 1061 小时，弃光率达 31%；新疆维吾尔自治区全年平均利用小时数为 1042 小时，弃光率达 26%。而截至 2015 年底，我国累计光伏装机规模已达 43.18GW，光伏电站 37.12GW，分布式光伏 6.06GW，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。

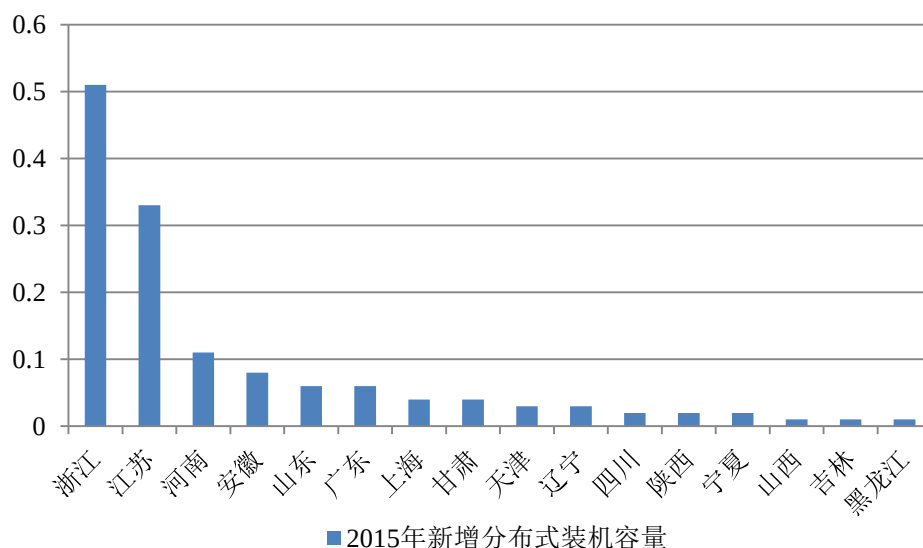
图 6：中国光伏新增装机容量



资料来源：国家能源局、国都证券

在 2015 年初，国家能源局所发布的光伏电站建设实施规划中，预计 2015 年新增光伏电站建设 15GW，其中集中式电站 8GW，分布式光伏 7GW（其中，屋顶分布式光伏容量最低规模为 3.15GW）。但是从最终光伏电站建设数据来看，2015 年全年完成光伏新增装机 15.13GW，其中 13.74GW 集中电站，分布式电站仅完成 1.39GW。分省情况看，浙江、江苏、广东、山东、安徽等省市分布式装机新增较多，有 16 个省市没有新增光伏装机。

图 7：2015 年各省市新增分布式光伏装机容量



注：仅列出 2015 年有新增分布式光伏装机容量的省份

资料来源：国家能源局、国都证券

从光伏应用市场情况看，现阶段国内新增光伏装机容量和累计装机容量主要集中在大型地面电站，而分布式电站占比较小。主要原因在于首先我国电力市场具有非市场化特征，国家电网在输配电方面处于垄断地位，更加倾向于大型光伏地面电站，有利于电网的统一调度；其次，我国有大面积的荒滩沙漠可开发利用，而大型地面电站的容量远

大于分布式的单位容量，大型地面电站可以更加快速的拉动产业发展；第三，国内居民用电电价相对于工商业电价较低，所以家庭分布式电站相对缺乏吸引力，再加上国内消费者相对缺乏环保意识，对新能源应用需求弱于国外消费者。同时，随着地面电站的不断建设，有关光伏地面电站质量问题不断出现。

2. 十三五：明确上调装机容量，利好分布式光伏

2015 年，国家对于光伏行业发展的思路逐渐清晰，行业走出低谷，制造环节趋于理性，分布式、能源互联网、微电网等成为关注热点，行业加快整合步伐，企业间分化将加剧，由补贴驱动转向技术、商业模式驱动，具有独特商业模式、创新能力出众的光伏企业将脱颖而出。从整体上看，2016 年国家能源局对光伏产业政策还是将以微调和完善为主，而中国光伏行业协会秘书长王勃华也提到我国光伏产业目前存在的问题之一就是国内竞争环境有待改善，备案规模管理模式有待进一步提高，分布式商业模式有待突破，电站消纳存在压力。

“十三五”光伏发展总思路为：持续壮大太阳能光伏发电市场规模，加快推进中东部地区分布式光伏发电和西部地区光伏电站规模化发展：在中东部地区打造多能互补的光伏发电综合利用基地；在西部地区结合本地消纳和特高压送出通道建设百万千瓦级大型光电基地。

具体来说，光伏“十三五”装机目标明确上调 50%，2020 年光伏发电规模目标已明确从之前的 1 亿千瓦上调 50%到 1.5 亿千瓦，每年新增 20GW 左右，同时，通过光伏行业规模化发展促进成本持续降低，力争到 2020 年让光伏电站建设和发电成本在 2015 年的基础上下降 20%以上（中东部地区建设成本降至 7 元/瓦，西部地区建设成本降至 6 元/瓦），尽早实现用户侧平价上网。

“十三五”期间将加快推进中东部地区分布式光伏发电和西部地区光伏电站规模化发展，推进重点经济带及重点生态保护区高比例光伏应用、光伏发电综合利用基地、光伏扶贫、高比例可再生能源示范区、大型光伏发电基地、光伏发电综合治理与“领跑者计划”等六大重点工程。

同时，在 2015 年 10 月 12 日举办的“2015 光伏领袖峰会”上，国家能源局新能源和可再生能源司副司长梁志鹏表示，目前光伏行业处于关键转型期，要实现规模扩张型发展转变到质量效益型发展，实现高补贴政策依赖模式向低补贴竞争力提高模式转变。同时梁司长也明确表示“光伏补贴 8-10 年不会停”。

另据工信部电子司电子基础处副处长金磊透露，正在制定的中国制造 2025 相关文件以及“十三五”规划将对光伏产业进行重新布局，出台发展路线图，同时加速推动产业创新，近期很快会发布光伏产业综合标准化技术体系，并进一步调整、完善相关的补贴等政策。

因此我们判断，光伏行业会在“十三五”规划推动下获得更好更快的发展，国家持续壮大太阳能光伏发电市场规模的发展思路是明确的，2020 年光伏发电规模将达 1.5 亿千瓦，每年需要新增 20GW 左右，光伏电站建设再次提速。但是与“十二五”不同，光伏发展的方向和思路更加明晰，将加快推进中东部地区分布式光伏发电和西部地区光伏电站规模化发展：在中东部地区打造多能互补的光伏发电综合利用基地；在西部地区结合本地消纳和特高压送出通道建设百万千瓦级大型光电基地。同时明确提出了光伏发电成本降低，尽快实现用户侧平价上网的目标。

其次新电改带来能源互联网和分布式能源的重要机遇期。2016 年将成为国家电力体制改革元年，九号文“三放开、一独立、三强化”以及十多个配套文件奠定制度基础，新电改将打破原有利益局面，建立以市场为主导的价格机制，推动实际意义上的能源互联网到来。“九号文”中也明确指出放开电网公平接入，建立分布式能源发展的新机制，允许分布式电源的用户或微网系统参与电力交易。

2016 年光伏行业将由补贴驱动转向技术、商业模式驱动，具有独特商业模式、创新能力出众的光伏企业将脱颖而出。虽然光伏补贴仍旧将持续 8-10 年，但是补贴降低是必然事件，行业将会加快提高转换率、降低成本、加速产业升级的步伐。以往光伏行业紧盯制造端、产能决定一切的思维将会转变，在规模发展的同时，产业链各个环节提升竞争力，掌握核心技术，尤其是光伏关键装备制造、分布式光伏等领域将会获得更多市场关注。

三、 盈利预测

2014 年下半年开始，芯能科技从光伏制造开始向下游分布式电站衍生，并实现扭亏为盈，未来芯能科技将分布式光伏作为发展重点，增加自持电站和电站运营等高毛利业务，不断提升盈利能力，增强企业竞争力，预计 2016、2017 年公司将保持高速增长。

表 2：公司盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入（万元）	86,925.98	164,048.73	198,876.28	238,611.76
增长率	129.14%	88.72%	21.23%	19.98%
利润总额（万元）	2,185.61	15,842.34	26,688.64	38,042.82
增长率	扭亏	624.85%	68.46%	42.54%
净利润（万元）	1,276.32	13,256.78	22,685.34	32,336.40
增长率	扭亏	938.67%	71.12%	42.54%
摊薄后每股收益（元）	0.14	1.28	0.73	0.88

资料来源：国都证券

四、 风险提示

屋顶资源获取不达预期

补贴政策缩减

分布式光伏竞争格局变动

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
韩保倩	新三板	hanbaoqian@guodu.com			
刘飞	新三板	liufei@guodu.com			