

芯能科技(833677) 屋顶资源开发强劲 分布式光伏电站业务迅猛发展

基本数据

2016年6月21日	
收盘价(元)	25.99
总股本(百万股)	75.9
流通股本(百万股)	28.4
总市值(百万元)	1,971.6
每股净资产(元)	7.31
PB	3.56

财务指标

	2014A	2015A	2106E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	869.26	1640.49	2495.72	3379.06	4588.04
净利润(百万元)	12.77	132.57	299.77	406.01	548.94
毛利率(%)	11.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利率(%)	1.5%	8.1%	12.0%	12.0%	12.0%
EPS(元)	0.14	1.06	2.40	3.25	4.39
净资产收益率(%)	1.5%	9.0%	20.4%	27.6%	37.4%

报告要点

公司由传统光伏产品生产商成功转型分布式太阳能电站整体解决方案提供商。公司的整体解决方案及服务主要包括提供分布式太阳能电站屋顶资源、快速并网服务、建设分布式太阳能电站所需组件及后续智能化运营和维护服务等一揽子产品组合。。

公司 2015 年营业收入 16.4 亿元，同比大幅增长 88.7%，归属母公司的净利润为 1.32 亿元，同比大幅增长 938%。自 2014 年公司业务转型提供分布式太阳能电站整体解决方案及服务为主，经过一年的运行和完善，运行机制逐渐趋于成熟，取得了较好的效果，公司业绩实现了飞跃式增长。

公司在分布式光伏电站屋顶资源方面具有独特优势。截止 2015 年 7 月底，公司资源库中储备约 503 万平米的屋顶，折合装机容量约 445MW，主要分布在嘉兴地区，其中上半年已达成确定意向 250MW，正式签署合同约 150MW。

盈利预测及估值分析

我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 24.95 亿元、33.79 亿元、45.88 亿元，归属母公司的净利润为 2.99 亿元、4.06 亿元、5.48 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 2.40 元、3.25 元、4.39 元。合理估值为 24 倍左右市盈率，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 72 亿元。

风险提示

产业政策风险，竞争加剧的风险、客户集中的风险。

研究员：王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

成功转型分布式太阳能电站整体解决方案提供商	1
2015 年业绩持续爆发 净利润增长 9 倍	3
国家政策频频利好 分布式光伏产业或迎发展契机	4
盈利预测	7
估值分析	7

图表目录

图表 1 公司光伏产品展示.....	1
图表 2 公司所处行业上下游示意图.....	2
图表 3 芯能科技股权结构图.....	2
图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势	3
图表 5 公司营收主要来源（单位 百万）	3
图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比	4
图表 7 2010-2014 年我国多晶硅产量走势（万吨）	5
图表 8 2010-2014 年我国光伏电站新增装机容量（单位 GW）	5
图表 9 公司 2016-2018 盈利预测	7
图表 10 各公司现阶段市值及市盈率比较.....	8

成功转型分布式太阳能电站整体解决方案提供商

公司成立于 2008 年，致力于太阳能电池组件生产，以及为分布式太阳能电站投资者提供具有针对性整体解决方案及服务的专业化清洁能源综合服务提供商。公司的整体解决方案及服务主要包括提供分布式太阳能电站屋顶资源、快速并网服务、建设分布式太阳能电站所需组件及后续智能化运营和维护服务等一揽子产品组合。

硬件方面主要产品为硅片、电池片及电池组件，其中光伏电池组件主要是将多片的晶体硅电池片互联，通过生产工艺封装到玻璃上的一种将光能转化成电能的装置，属于太阳能光伏发电的核心设备。

服务方面，公司为分布式光伏电站的建立提供屋顶资源及并网服务。由于分布式光伏电站运营时间长达 20-25 年，拥有屋顶资源的潜在用户都对分布式光伏电站存在多种顾虑，一般情况下不愿意拿自己屋顶资源建设分布式光伏电站。为此，公司抓住行业发展契机，在 2014 年组建电站开发部，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，建立了屋顶资源数据库。截至 2015 年 6 月，该数据库已收录 287 家企业，屋顶面积 503 万平米，预计装机容量 445MW。2014 年，公司通过提供屋顶资源等增值服务促进光伏组件的销售额达 2.76 亿元。

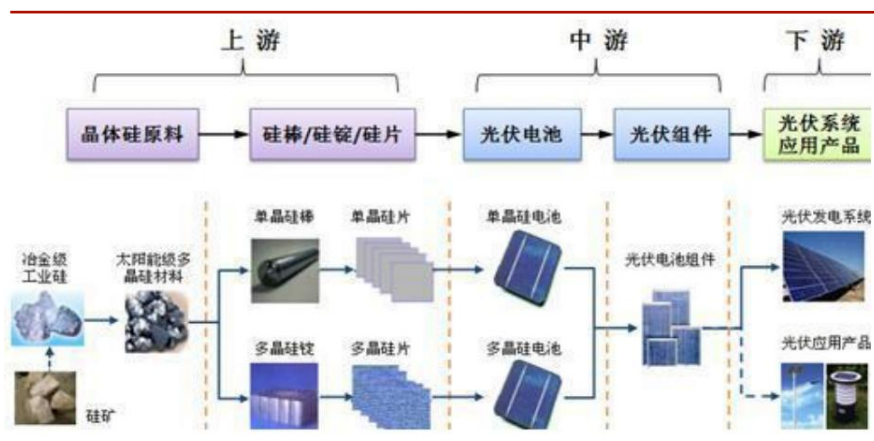
图表 1 公司光伏产品展示

产品系列	产品特点及用途	图示
晶体硅片	以纯度很高的结晶硅（晶体硅）为材料切割制造的片状物体，主要用于生产光伏电池片。	
太阳能电池片	太阳能发电的基本单元，其工作原理是一种光生伏特效应，实现了将光能向电能的转换，电池片主要用于太阳能光伏组件的生产。	
太阳能电池组件	由太阳能电池片组成，通过将太阳能转换为电能，达到发电目的。	

资料来源：公开转让说明书

在整个太阳能产业链中，上游行业主要生产太阳能电池所需的原材料，包括太阳能级多晶硅的生产和多晶硅锭（单晶硅棒）切片的制造；中游行业是太阳能电池片制造和电池组件的生产；下游为太阳能系统集成。其中，太阳能电池组件是太阳能发电系统中的核心部分，也是太阳能发电系统中最重要的部分。太阳能电池包括晶体硅电池和薄膜电池。

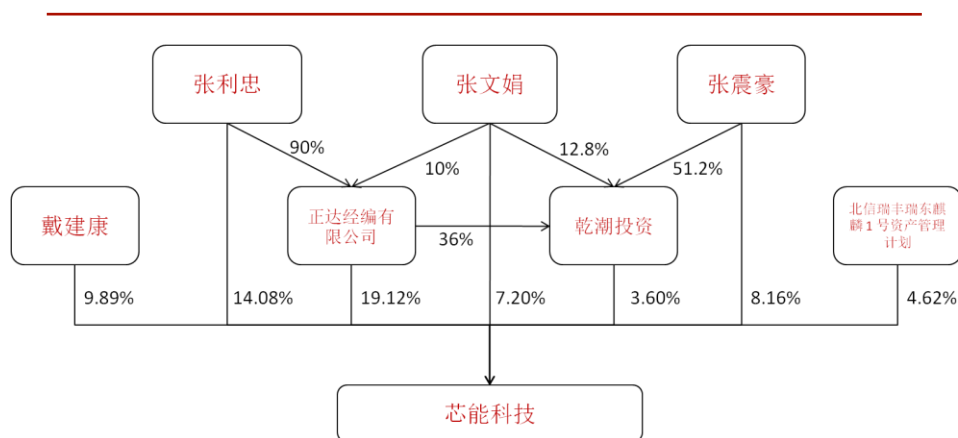
图表 2 公司所处行业上下游示意图



资料来源：公开转让说明书

公司近两年发展迅速，业绩增长势头很好。2015 年在新三板挂牌后，当年 12 月进入三板成分指数。由于各方面条件符合，公司亦有进行主板 IPO 的打算，2015 年 10 月 20 日，浙江证监局接受公司首次公开发行股票并上市辅导备案材料，进入 IPO 辅导期。

图表 3 芯能科技股权结构图

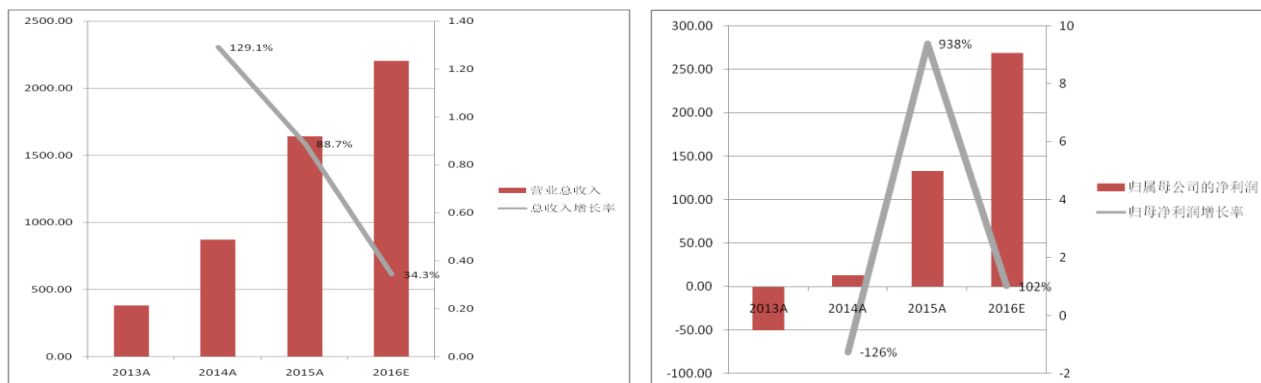


资料来源：公司公告

前十大股东之间，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。

2015 年业绩持续爆发 净利润增长 9 倍

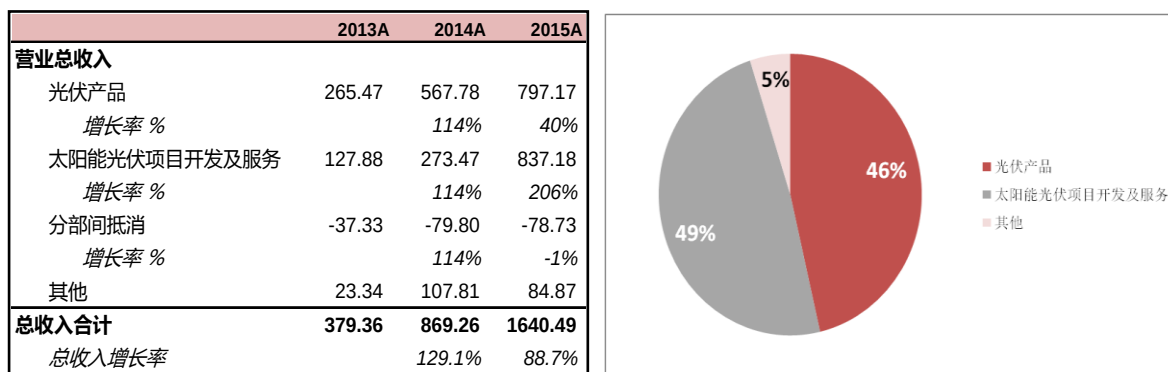
图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势



数据来源: choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 16.4 亿元, 同比大幅增长 88.7%, 归属母公司的净利润为 1.32 亿元, 同比大幅增长 938%。自 2014 年以来, 公司业务开始从光伏电池组件等硬件产品的销售, 逐步转型升级为以提供分布式光伏电站整体解决方案及服务为主。经过一年的运行和完善, 运行机制逐渐趋于成熟, 取得了较好的效果, 公司业绩实现了飞跃式增长。2015 年光伏项目开发及服务业务持续超高速增长, 同比增速为 206%, 而光伏硬件产品同比增速仅为 40%, 相比之下发展潜力差距不言而喻。目前公司业务格局中, 光伏项目开发及服务业务占比达 49%, 已经略微超过光伏产品的营收, 这也标志着公司的成功转型。

图表 5 公司营收主要来源 (单位: 百万)



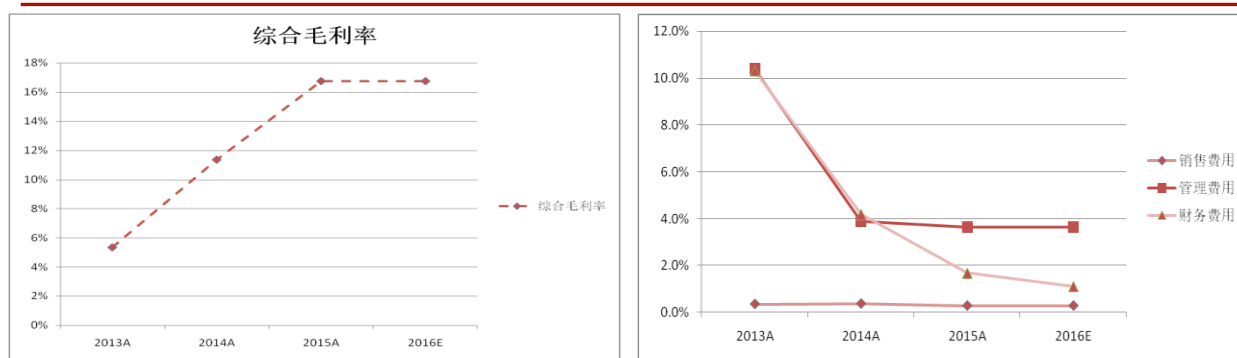
数据来源: choice 金融数据

从成本方面看, 公司综合毛利率近两年明显升高, 涨幅为 10 个百分点左右, 目前在 16.8%, 主要原因是公司业务从基础的光伏硬件生产转型到光伏项目开发及服务, 后者的毛利率更高从而拉高了公司综合毛利率。虽然从绝对值上看公司综合毛利率不算高, 但和费用占比结合来看, 公司的管理费用及销售费用占比都极低, 管理费用占比为 4%, 销售费用几乎可以忽略不计, 整体上成本

费用并不高，并且公司 2015 年净利润率为 8.1%，在制造业中也属于中上水平。

三大费用中的财务费用方面，近两年来也稳中有降，2015 年大致在 1.7% 的水平，随着公司盈利能力的增强，预计未来对债务融资的需求会越来越少，财务费用占比也会随之降低。

图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



数据来源：choice 金融数据

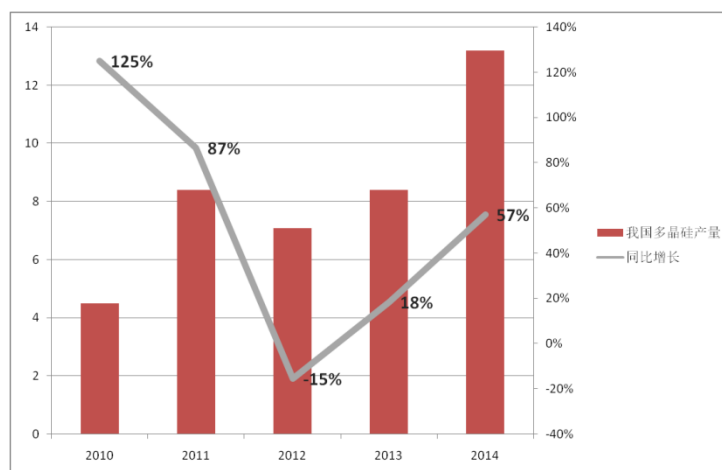
■ 国家政策频频利好 分布式光伏产业或迎发展契机

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，开始大力倡导清洁能源产业。2004-2008 年全球市场复合增长速度达到了 52%；而 1999-2008 年全球太阳能电池片的产量从 202MW 增加到 7,910MW，10 年间产量增加了 38.16 倍。

近十年来，我国光伏行业经历过一波由盛至衰的过程。我国的光伏蓬勃发展于 2006 年，主要是受到以德国为主的欧洲大力发展可再生能源发电的刺激。2006 年我国太阳能电池产量为 400MW，2007 年一跃达到 1088MW，成为世界第一大光伏电池生产国。

但是，在产品高价格和高毛利率的刺激下，大量的资金进入光伏产业，不仅新进入者大量增加，行业内企业也纷纷扩大产能以降低生产成本。2011 年多晶硅价格直线下滑，从每吨 70 万元迅速下降到 21-25 万元。同时，欧洲市场逐渐饱和，行业形势恶化，产能过剩严重。2013 年美国 and 欧盟对中国光伏产品征收巨额反倾销税和反补贴税，由于美国 and 欧盟占中国光伏出口市场的 80%，此举对中国光伏企业形成进一步打击。国内光伏行业从 2011 年下半年起到 2013 年年中，出现了几全行业大面积亏损。

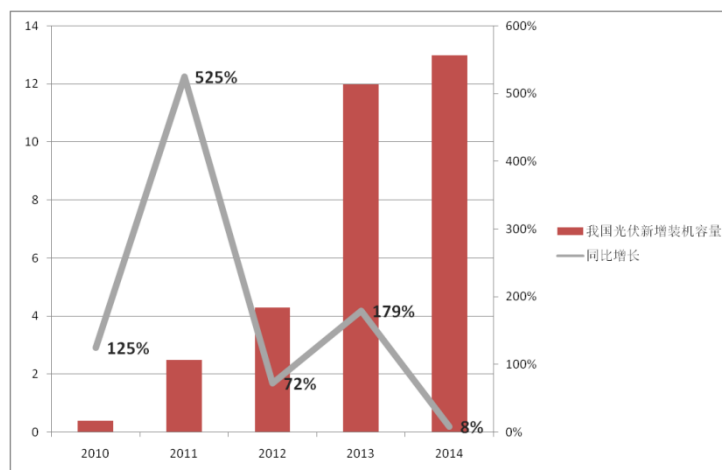
图表 7 2010-2014 年我国多晶硅产量走势（万吨）



资料来源：网络整理

2013 年，在国家能源结构调整的大背景下，能源主管部门先后出台了一系列的扶持政策，从电价补贴到并网保证等方面，全国光伏产业整体呈现稳中向好和有序发展局面。不少地区开始积极发展光伏电站的建设，以此来消纳一部分产能，整个行业向下游延伸，带动上游制造业的复苏。全年光伏发电累计并网装机容量 28GW，同比增长 60%，其中，光伏电站 23GW，分布式 4.67GW。光伏年发电量约 250 亿千瓦时，同比增长超过 200%。

图表 8 2010-2014 年我国光伏电站新增装机容量（单位 GW）



数据来源：国家统计局

光伏电站在应用上又分为地面大型电站和分布式电站，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。主要原因是国家电网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，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；另外，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。

2014 年初在全国能源工作会上，国家能源局敲定 2014 年国内新增光伏装

机 14GW，其中分布式 8GW，地面电站 6GW，最终 2014 年地面电站完成装机 8.55GW，而分布式光伏仅完成 2.05GW，市场还有很大发展空间。

当前分布式光伏电站最大的瓶颈在于屋顶资源的获取。对于用户来说，电费折让受益不大，还存在屋顶是否损坏、发电质量是否可靠、电量计算是否准确与电站安全等顾虑，往往积极性不高，不愿意拿出屋顶资源建设电站，这也是 2014 年全国分布式光伏电站完成率不足三分之一的主要原因所在。

2014 年，公司进军分布式光伏领域，针对目前分布式电站的屋顶资源瓶颈问题，制定了对应的战略布局，通过组建电站开发部，成立专业开发队伍，通过一对一走访的形式，同时通过组织专业的宣讲、业务推广活动以及组织参观成功案例等方式，向潜在的资源整合对象进行关于分布式电站的业务普及和技术培训，并根据特定的建筑屋顶构造及屋顶客户实际用电需求，设计富有针对性的分布式电站建设、运营方案，进而实现屋顶业主、投资方以及建设方等参与方利益最大化，达到多方共赢的目的。

对于拟建未建的部分大型工商业项目，因其具有较大规模的潜在屋顶资源，公司屋顶开发团队在该等项目立项阶段即开始介入进行推介，甚至参与厂房设计。及早介入工商业项目开发一方面有利于公司先于竞争对手及时锁定屋顶资源，同时也有利于确保目标屋顶满足和适应未来建设分布式太阳能电站的各项设计和施工标准。在屋顶资源开发的整个过程中，公司始终秉承服务至上的理念，以成熟可靠的服务赢取客户。

截止 2015 年 7 月底，公司资源库中储备约 503 万平米的屋顶，折合装机容量约 445MW，主要分布在嘉兴地区，其中上半年已达成确定意向 250MW，正式签署合同约 150MW。

2016 年分布式光伏业务将拓展向其他省市，2016 年计划新增 412MW，2017 年计划新增 520MW，主要分布在浙江、江苏、福建、广东、上海等沿海发达省份。

另外，国家政策这两年比较明显地鼓励分布式电站的发展。国家能源局于 12 月 15 日向各省（自治区、直辖市）发改委、能源局等有关部门下发《太阳能利用十三五发展规划征求意见稿》，规划到 2020 年底，光伏发电总装机容量达到 1.5 亿千瓦，其中分布式光伏发电规模显著扩大，累计装机达到 7000 万千瓦，接近光伏总装机的一半。

同时，对市场比较关心的电价补贴问题，政府也有非常明确的态度短期不会停止，但补贴力度会逐步降低。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，光伏补贴 8-10 年不会停。”

■ 盈利预测

公司分布式电站的开发及服务业务近两年发展迅猛,截止到 2015 年 7 月时意向性装机容量 445GW,其中上半年已完成 250GW,同时公司 2015 年年报中提及 2016 年经营目标为新增 412GW。假定近几年内电价以及政府相关的补贴不发生变化,从公司 2013-2015 年的增长速度来看,能够完成此目标的概率也很大,同时出于保守估计我们下调了未来的增速,预计 2016-2018 年公司分布式电站业务的营收增速为 75%, 40%, 40%。传统光伏产品方面,预计 3 年内符合增速为 30%。

综合以上观点,我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 24.95 亿元、33.79 亿元、45.88 亿元,归属母公司的净利润为 2.99 亿元、4.06 亿元、5.48 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 2.40 元、3.25 元、4.39 元。

图表 9 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入合计	379.36	869.26	1640.49	2495.72	3379.06	4588.04
总收入增长率		129.1%	88.7%	52.1%	35.4%	35.8%
营业成本合计	359.03	770.42	1365.65	1987.06	2708.83	3699.64
综合毛利率	5.4%	11.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
营业税金及附加	0	0	1.08	1.08	1.08	1.08
销售费用	1.34	3.25	4.67	7.10	9.62	13.06
管理费用	39.44	33.81	59.63	90.72	122.83	166.77
EBIT	(20.45)	61.78	209.46	409.76	536.71	707.49
资产减值损失	0.48	11.82	24.16	24.16	24.16	24.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用合计	39.19	36.35	27.39	27.39	27.39	27.39
营业利润	(60.12)	13.61	157.91	358.21	485.16	655.94
其他非经营性损益合计	2.36	0.08	0.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	(57.76)	13.69	158.42	358.21	485.16	655.94
所得税	(7.10)	2.48	25.84	58.43	79.13	106.99
净利润	(50.66)	11.21	132.58	299.78	406.02	548.95
少数股东权益	(0.70)	(1.56)	0.01	0.01	0.01	0.01
归属母公司的净利润	-49.96	12.77	132.57	299.77	406.01	548.94
归母净利润增长率		-126%	938%	126%	35%	35%

数据来源: 梧桐理想、choice 金融数据

■ 估值分析

公司主营业务在主板市场的对标公司为隆基股份、协鑫集成、阳光电源等。光伏类企业的平均市盈率大约在 40 倍左右。我们将 40 倍作为公司基准市盈率,考虑到新三板的流动性不足,在此基础上扣除 40%的流动性溢价,得到公司的合理估值为 24 倍左右,对应 2016 年预计净利润,其市值水平为 72 亿元,与当前的估值水平相比,上升空间非常大。

图表 10 各公司现阶段市值及市盈率比较

	隆基股份	协鑫集成	阳光电源	芯能科技
市值（亿元）	234	346	162	26
市盈率	33	52	34	19

数据来源：choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

