

新能源行业

评级 增持(首次)

2016 年 10 月 24 日

昌盛日电(835154.OC)

农光互补, 打造光伏发电盈利新模式

市场数据

总股本(亿股)	5.00
流通股本(亿股)	1.16
总市值(亿元)	
流通市值(亿元)	
净资产(亿元)	6.69
总资产(亿元)	55.75
每股净资产(元)	1.74

数据来源: Wind, 山西证券研究所

分析师: 刘小勇, CFA
执业证书编号: S0760511010019
邮箱: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理: 贺剑雄, 工学博士
电话: 0351-8686854
邮箱: hejianxiong@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸
中心A座28层
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

投资要点:

➤ 公司简介

青岛昌盛日电太阳能科技股份有限公司是中国领先的光伏农业产业园区投资运营服务商及行业领先的太阳能光伏综合利用解决方案服务商, 是全国最早进入太阳能光伏综合应用领域的公司之一。主营业务准确定位于太阳能光伏产业链的下游应用端, 包括光伏项目 EPC 及 BT 业务、光伏农业综合利用生产园区的投资运营以及光伏电站全生命周期的智能运维等。

➤ 光伏产业持续发展

2015 年, 全球光伏发电累计装机容量达到 229GW, 同比增加 29%, 新增装机容量达到 50.60GW, 同比增加 25.6%。中国在 2015 年新增装机容量为 15.13GW, 同比增长 42.7%。国能新能[2016]166 号文件规定, 2016 年全国新增光伏电站建设规模 18.10GW, 其中, 普通光伏电站项目 12.60GW, 光伏领跑技术基地规模 5.50GW。国能新能[2016]280 文件下达了第一批光伏扶贫项目总规模 516 万千瓦, 其中, 村级光伏电站(含户用)共计 2.18GW, 集中式地面电站共计 2.98GW。2016 年国内光伏发电新增建设指标共 23.26GW 略高于 2015 年新增建设指标(23.10GW)。

➤ 公司 2015 年取得飞速发展, 中长期持续发展可期

截止 2015 年底, 昌盛日电已在全国 20 余个省份、67 个地市布局, 与全国 67 个县区签了总量超过 5000MW 的开发协议, 2015 年度新增项目备案规模 1100MW, 其中 700 余 MW 已进入项目落地阶段, 新增自持电站规划 300MW。公司经营业绩稳步增长, 2015 年实现营业收入 220,381 万元, 同比增长 90.54%; 归属于挂牌公司股东的净利润 17422.06 万元, 同比增长 247.89%。截至 2015 年末, 公司总资产为 557454.80 万元, 同比增长 177.23%; 归属于挂牌公司股东的净资产 66913.42 万元, 同比增长 460.19%。

盈利预测与投资建议:

➤ 预测公司 2016-2018 年的营业收入分别为 44.08 亿元、57.30 亿元和 74.49 亿元, 净利润分别为 2.21 亿元、3.10 亿元和 4.31 亿元, 每股收益 EPS 分别为 0.443 元、0.620 元和 0.861 元。考虑到公司定位于发展光伏行业下游的电站投资建设业务, 且在农光综合利用领域处于国内领先地位, 随着行业的持续发展, 公司也将会凸显出自身优势取得持续性的发展。首次覆盖, 我们给予公司“增持”评级。

风险提示:

➤ 电价补贴发放不及时的风险、上网电价快速下降的风险

目 录

一、昌盛日电——国内光伏设施农业综合投资领域的领军企业	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股权结构	5
1.3 公司主营业务及主要产品	6
1.4 公司商业模式	8
1.5 公司经营情况	10
1.6 公司发展战略及经营目标	12
二、光伏产业发展现状	13
2.1 政策驱动，光伏产业持续发展	13
2.2 政策调整，引发上半年光伏装机规模爆发式增长	14
2.3 新政推出，加剧业内竞争	15
三、昌盛日电核心竞争优势	15
3.1 战略定位优势	15
3.2 经营管理优势	16
四、公司财务分析	17
4.1 可比公司简介	17
4.2 盈利能力分析	19
4.3 成长能力分析	19
4.4 资本结构和偿债能力分析	20
4.5 营运能力分析	21
五、盈利预测和投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
六、风险提示	23
6.1 电价补贴发放不及时的风险	23
6.2 上网标杆电价快速下降的风险	23

图 表 目 录

表 1 公司盈利预测	22
图 1 公司股权结构图	5
图 2 昌盛日电完成的分布式光伏屋顶发电系统部分案例	7
图 3 昌盛日电完成的光伏农业综合利用解决方案部分案例	8
图 4 昌盛日电主营业务流程	9
图 5 按产品分类分析主营业务的增长(单位:百万元)	11
图 6 年按产品分类的主营业务收入构成	11
图 7 截至 2015 年底全球前十国家的累计装机容量占比分布图	13
图 8 2010-2015 年中国光伏发电装机情况(单位:GW)	14
图 9 中清能 2015 年按产品分类的主营业务收入构成	18
图 10 珈伟股份 2015 年按产品分类的主营业务收入构成	18
图 11 毛利率对比情况(单位:%)	19
图 12 净资产收益率(摊薄)对比情况(单位:%)	19
图 13 营业总收入同比增长率对比情况(单位:%)	20
图 14 利润总额同比增长对比情况(单位:%)	20
图 15 资产负债率对比情况(单位:%)	20
图 16 流动比率对比情况	20
图 17 存货周转率对比情况	21
图 18 应收账款周转率对比情况	21

一、昌盛日电——国内光伏设施农业综合投资领域的领军企业

1.1 公司简介

青岛昌盛日电太阳能科技股份有限公司于 2016 年 1 月 19 日在全国中小企业股份转让系统挂牌,总部位于青岛。是中国领先的光伏农业产业园区投资运营服务商及行业领先的太阳能光伏综合利用解决方案服务商,是全国最早进入太阳能光伏综合应用领域的公司之一。主营业务准确定位于太阳能光伏产业链的下游应用端,包括光伏项目 EPC 及 BT 业务、光伏农业综合利用生产园区的投资运营以及光伏电站全生命周期的智能运维等。

现有员工 1200 人,拥有占地 600 亩的生产基地、87 亩的研发中心、建筑面积 35000 平米的企业总部,已建有 3000 多亩的太阳能光伏生态农业示范基地。公司现有专业技术人员 215 人,工程人员 120 人,硕士以上学历超过 20%,累计获得 150 多项专利,其中发明专利 50 余项,实用新型专利近 100 余项,国际专利 2 项。

自 2010 年以来,昌盛日电专注于光伏发电与现代农业相结合的土地资源综合利用新模式的研究和探索,经过不断的研发、实践、改进,在国内开创了光伏现代农业产业园区这一创新的发展模式,具备中国一流的光伏农业产业园区规划、设计、建设、施工、管理能力和经验,现已研发出 5 代 20 多种棚型,可根据不同区域、不同作物、畜牧、渔业对光照、温度的不同需求,科学配置棚型,实现光伏发电与农业种植、畜牧渔养殖的完美结合。

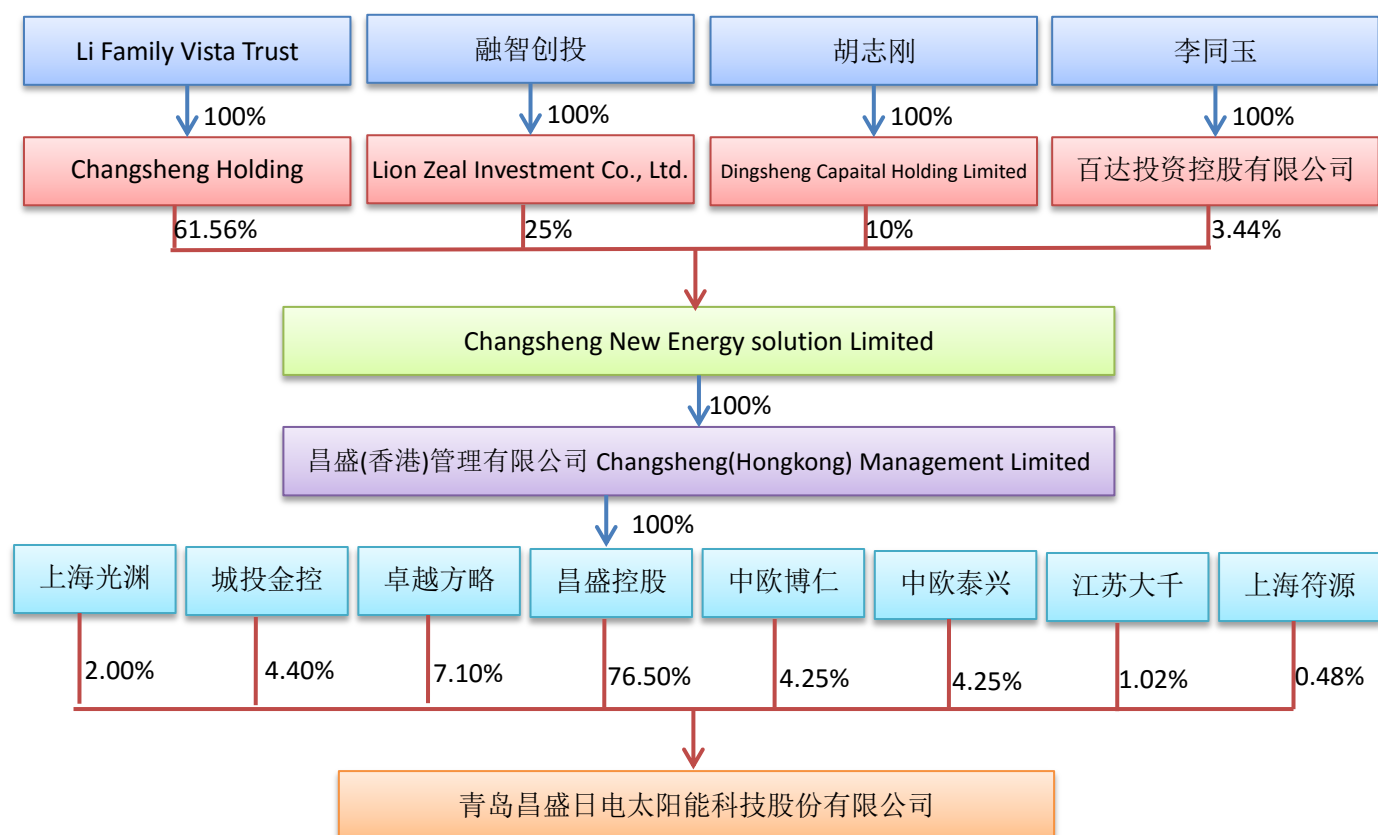
昌盛日电以华盛现代农业研究院、光伏农业工程技术研究中心及光伏食用菌国家产业联盟为依托,与中国农科院、以色列国家农业研究院、荷兰、台湾等国内外数十家科研机构联合,着力研发适合全国不同地区、不同光照条件和不同土壤环境的光伏农业设施建造技术,以及适合不同地区农业特性的高附加值农作物种植品种与培植技术,并具备育种、种植、生产、物流、营销全产业链的开发运作能力。昌盛日电现已掌握食

用菌、茶叶、多彩苗木、特种蔬菜四大光伏温室技术体系，创新应用了农业物联网溯源、远红外加热、光伏组件调光、雾化微喷灌溉等先进农业设施技术，并获得了多项绿色食品 A 级证书和无公害农产品产地认定证书。

目前，昌盛日电已在山东、宁夏、内蒙、北京、天津、云南等 28 个省市、87 个县市布局落地，与全国 95 个县区签了总量超过 1GW 的开发协议，2016 年上半年新增并网项目 360MW，成为全国为数不多的具有跨区域开发项目能力的光伏企业。昌盛日电凭借国内一流的光伏农业园区投资规划、设计施工、运营管理等经验、能力，获得了“2014 中国光伏电站年会新锐企业”大奖、“联合国蓝天奖”、“2015 全球新能源企业 500 强”等荣誉，成为我国光伏设施农业综合投资领域的领军企业。

1.2 公司股权结构

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司公开转让说明书，山西证券研究所

公司前十名股东直接或间接持有的公司股份不存在质押或其他争议事项。昌盛控股为卓越方略执行事务合伙人，中欧博仁、中欧泰兴执行事务合伙人均为北京盛世共赢资产管理有限公司，除此之外，公司股东之间不存在关联关系。

Li Family Vista Trust通过昌盛控股间接持有公司76.60%的股权，控制公司83.60%的表决权，李坚之为Li Family Vista Trust 的控制人，因此，本公司实际控制人为李坚之。

本公司控股股东昌盛控股出具承诺，昌盛日电正式进入全国中小企业股份转让系统挂牌后，其在挂牌前直接或间接持有的股票分三批解除转让限制，每批解除转让限制的数量均为所持股票的三分之一，解除转让限制的时间分别为挂牌之日、挂牌期满一年和两年。

昌盛有限于2015年9月8日整体变更为股份公司，因公司发起人持有的股份尚不满一年，在股份公司设立满一年之前，无可挂牌转让的股票。

1.3 公司主营业务及主要产品

1.3.1 公司主营业务

公司主营业务包括光伏项目EPC及BT业务、光伏农业综合利用生产园区的投资运营以及光伏电站全生命周期的智能运维等。

2014年开始，随着公司项目开发能力、项目管理能力和融资能力的稳步提升，公司由传统的EPC业务向盈利能力更高的BT业务拓展，并进入光伏农业综合利用园区的投资运营领域，完成了主业的转型升级。公司目前具备项目开发、规划设计、工程管理、综合利用园区经营、电站运维一站式服务的能力，已发展为国内领先的光电建筑一体化和光伏农业综合利用解决方案服务商和运营商。

公司自成立以来，累计完成光伏电站装机容量300余兆瓦，正在开发的光伏农业综合利用园区20余个，占地面积超过2万亩，备案装机容量800余兆瓦。公司为2013年度“北极星杯”十佳电站EPC企业，获得2014中国光伏电站年会新锐企业大奖、2014年联合国全球可再生能源领域最具投资价值的领先技术蓝天奖。

2013年、2014年和2015年,公司经审计的主营业务收入分别为88,910.98万元、115,645.79万元和219,855.28万元,占当年营业收入比重分别为99.92%、99.99%和99.76%。公司主营业务突出,自设立以来未发生重大变化。

1.3.2 公司主要产品

(1) 分布式光伏屋顶发电系统解决方案

分布式光伏屋顶发电系统解决方案是充分利用建筑物屋顶,采用光伏组件将太阳能直接转换为电能的分布式发电系统,是一种新型的、具有广阔发展前景的发电和能源综合利用方式,也是目前应用最为广泛的分布式光伏发电系统。它倡导就近发电、就近并网、就近转换、就近使用的原则,不仅能够有效提高同等规模光伏电站的发电量,同时还有效解决了电力在升压及长途运输中的损耗问题。

公司依托光伏工程设计、建造、后期运维的产业链系统化优势,根据高耗能企业建筑物厂房、大型公共建筑等耗能体的不同特点,规划、设计并提供满足其特殊需求的并网光伏智能发电系统解决方案。

图 2 昌盛日电完成的分布式光伏屋顶发电系统部分案例



数据来源:公司公开转让说明书,山西证券研究所

(2) 光伏农业综合利用解决方案

光伏农业综合利用解决方案是一种与传统农业大棚生产相结合,棚顶太阳能发电、棚内发展高效标准化农业生产的新型太阳能光伏综合利用模式,是现代农业发展的一种新模式。该模式由公司首创,并获得2014年联合国全球可再生能源领域最具投资价值的领先技术蓝天奖。

光伏农业综合利用解决方案通过建设棚顶光伏电力工程实现清洁能源发电,最终并入国家电网,同时在棚下将光伏科技与现代物理农业发展有机结合,发展现代物理高效农业,在不改变原有土地性质的基础上,有效地利用有限的资源、空间,提高单位土地经济效益。光伏农业综合利用解决方案更加有效地以光伏加农业的双向带动作用,解决农民就业和新农村建设问题,是一种被国家能源局和国务院扶贫办大力推广的光伏综合利用模式。

凭借对光伏农业技术的理解和沉淀,公司在全国率先推广光伏农业综合利用模式,从棚顶光伏发电系统设计、项目EPC工程建设、电站运营管理方案,到棚内种植品种繁育、种植方案规划和农业园区运营管理,将光伏发电与现代农业完美结合,提供一整套光伏加农业的综合解决方案。

图 3 昌盛日电完成的光伏农业综合利用解决方案部分案例



数据来源: 公司公开转让说明书, 山西证券研究所

1.4 公司商业模式

2015 年度,随着公司项目开发能力、项目管理能力和融资能力的稳步提升,公司由传统的 EPC、BT 业务向盈利能力更稳定的项目投资及持有运营业务拓展,在为客户提供分布式光伏屋顶发电系统解决方案、光伏农业综合利用解决方案的同时,积极响应国家—光伏扶贫及—大众创新、万众创业的政策号召,建立了全国第一个围绕光伏产业的农业创业平台,深化光伏农业综合利用园区化和平台化的发展战略,完成了公司业务进一步转型升级。

图 4 昌盛日电主营业务流程



数据来源：公司公开转让说明书，山西证券研究所

1.4.1 EPC 和 BT 业务模式

EPC 和BT 业务主要包括项目设计、采购及建设过程管理等业务环节，BT 业务公司还需要负责项目开发及建设期融资等，区别主要在于：

（1）EPC模式下，电站批文由委托方负责；而BT模式下，批文由电站建设方负责，光伏农业项目电站还需取得土地备案，对建设企业项目开发能力提出较高要求；（2）光伏电站建设通常需要巨额资金，在EPC模式下，客户按工程进度支付工程款，建设方资金压力较小；而在BT模式下，工程款在电站移交后支付，电站建设过程中的主要资金由建设方垫付，要求建设方具备较强的融资能力。由于BT模式对项目开发能力和融资能力的较高要求，BT模式通常能够取得较EPC模式更高的利润率。

（1）客户和订单获取

客户主要是大中型国有或民营能源集团，订单主要通过招投标方式

或者战略合作形式获取,公司与中广核、中节能、协鑫新能源及城投实业等客户保持着良好的合作关系。

(2) 采购业务

采购按照采购预算、与客户签订的技术协议等在合格供应商范围内进行招标采购。

1.4.2 光伏农业园区投资运营模式

光伏农业园区投资运营是将光伏发电和现代物理农业有机结合的新模式,与BT模式相比,还需取得前端光伏园区土地备案、租用手续及园区后期运营,收益主要来源于光伏并网发电收益及农业园区运营收益,较BT模式的产业链延长,投资回报更高。

(1) 项目运营

1) 光伏电站运营

光伏电站的产品为电力,下游客户为国家电网在各地的电力公司。光伏电站建成验收后并网发电,根据与电力公司签订的并网及购售电协议,将所生产的电力并入电网,向电力公司收取电费收入,并按发电量的标准收取国家及地方电费补贴。

2) 光伏农业园区运营

公司在光伏农业园区运营中主要负责园区相关平台的搭建,包括光伏农业科技研发、农业经营设施的建设、项目咨询指导、育种及提供销售渠道以及其他平台职能,吸引园区所在地农业大户及优势企业入围经营,获取园区设施租赁及其他服务收益,并带动园区所在地农业产业的转型升级。

(2) 项目融资

光伏农业综合利用园区需要大量建设资金,外部融资渠道是公司发展的重要资源,除中国进出口银行、国家开发银行、青岛银行、民生银行等金融机构贷款外,还通过融资租赁等方式进行项目融资。

1.5 公司经营情况

1.5.1 项目开发

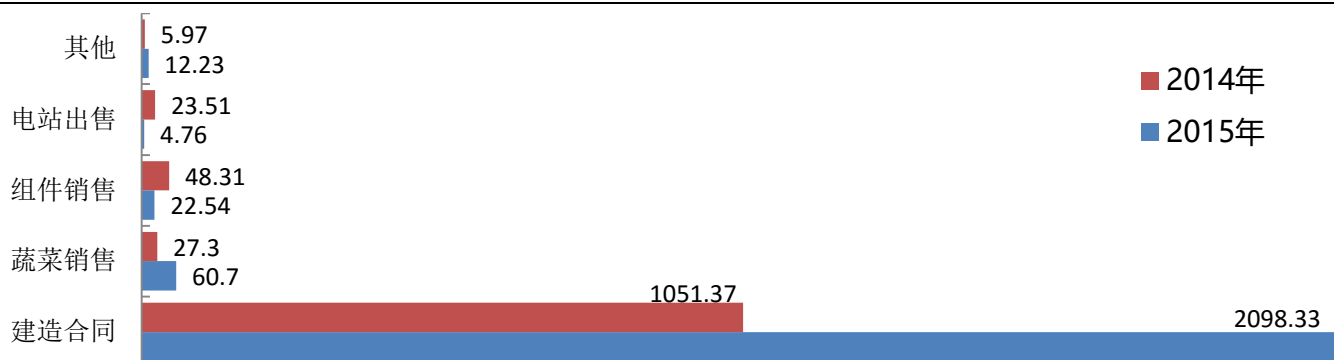
截止2015年底,昌盛日电已在全国20 余个省份、67 个地市布

局, 与全国67 个县区签了总量超过5000MW 的开发协议, 2015 年度新增项目备案规模1100MW, 其中700余MW已进入项目落地阶段, 新增自持电站规划300MW。

1.5.2 经营业绩

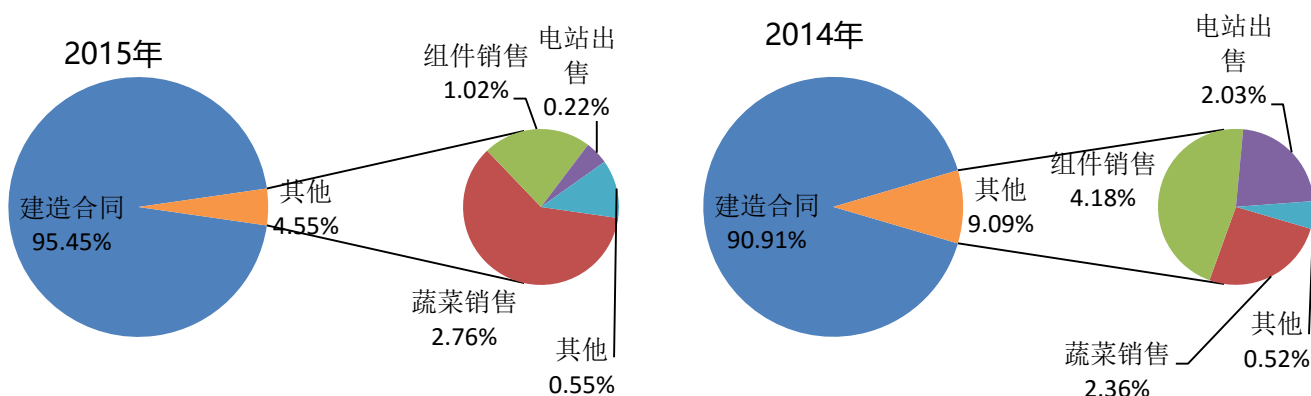
公司经营业绩稳步增长, 2015年实现营业收入220381 万元, 同比增长90.54%; 利润总额20426.28 万元, 同比增长229.80%; 归属于挂牌公司股东的净利润17422.06 万元, 同比增长247.89%; 经营活动产生的现金流量净额为187072.41 万元, 较上年增长192743.50万元。截至2015 年末, 公司总资产为557454.80 万元, 同比增长177.23%; 归属于挂牌公司股东的净资产66913.42 万元, 同比增长460.19%。

图 5 按产品分类分析主营业务的增长 (单位: 百万元)



数据来源: 国家能源局, 山西证券研究所

图 6 年按产品分类的主营业务收入构成



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

1.5.3 公司融资

除与青岛银行、交通银行、中信银行及河北银行等国内知名商业银行开展项目建设期信贷业务合作外，建立了与中国进出口银行、国家开发银行等政策性银行的银企合作。与公司战略股东青岛城投等达成联合发起成立产业基金的意向，协助客户利用融资租赁解决建设期资金瓶颈等。

1.5.4 技术研发

进一步完善以光伏农业综合利用为主体的科研体系，并购四川凯盛电力工程设计有限公司（具有电力行业新能源发电、送电工程、变电工程专业乙级资质），整合包括中国农科院、中国农大、青岛农大在内的科研资源，提升自身光伏农业科学技术壁垒。

1.5.5 公司荣誉

荣获山东省企业技术中心、2015 年低碳典范企业、2015 年全球新能源企业500 强等，董事长李坚之先生荣获2015 年青岛市科技进步（科技创业类）一等奖。

1.6 公司发展战略及经营目标

1.6.1 发展战略

公司将会持续推动自身业务以光伏综合利用为核心进行转型升级，坚持以一业务开发为龙头、项目管理为主体、科技研发为核心、园区运营为基础的公司发展战略：一方面充分利用项目自主开发方面的优势，进一步扩展包括国家开发银行、中国进出口银行及保险、信托、基金等各方融资渠道，快速增加持有运营的电站装机容量；另一方面强化光伏农业科技研发，建立具有昌盛特色的光伏农业科研体系，推广园区化和平台化的服务理念，利用自身独特的经营优势打造独具特色的光伏农业综合体，积极响应国家能源局、国务院扶贫办对光伏综合应用的政策指导要求，支持农业领域一大众创业、万众创新的实践，推动企业自身社会责任的实现。

1.6.2 经营目标

2016 年，公司将进一步加强光伏农业综合利用项目的全国布局，

紧抓农业园区运营及持有运营电站业务增量,推行以客户价值为中心、以价值创造者为本一的企业经营理念,进一步完善公司治理,加强内部控制体系建设,夯实项目融资基础,加强资本市场运作,促进公司快速稳定的发展:

(1) 项目开发规划

公司在2016 年的项目开发计划为1400MW,其中自持电站开发计划为700MW,为公司持续发展奠定坚实的项目基础;

(2) 农业园区运营

公司在2016 年计划新增运营光伏农业园区10 个,覆盖山东、云南、河北、山西等省市地区,基本实现农业园区运营的全国性布局;

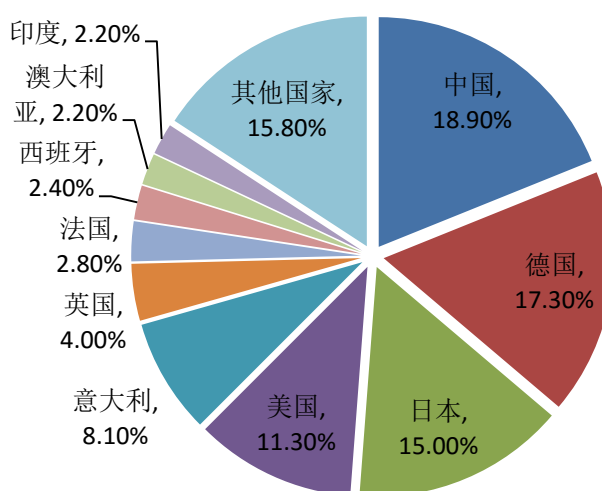
(3) 自持电站业务

公司在2016 年计划的自持电站并网规模为500MW,预计发电量为17000 万千瓦时。

二、光伏产业发展现状

2.1 政策驱动,光伏产业持续发展

图 7 截至 2015 年底全球前十国家的累计装机容量占比分布图

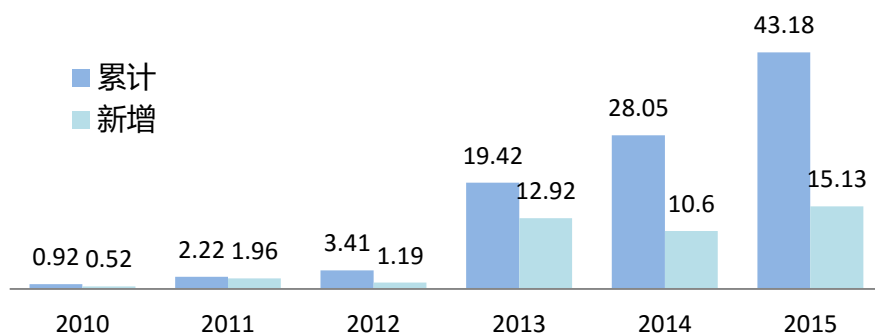


数据来源: EPIA, 山西证券研究所

2015 年, 全球光伏发电系统累计装机容量达到 229GW, 同比增加 29%, 新增装机容量达到 50.6GW, 比 2014 年 40.3GW 的新增装机容量增加 25.6%。

截至 2015 年底, 我国光伏发电累计装机容量 43.18GW, 成为全球光伏发电装机容量最大的国家。其中, 光伏电站 37.12GW, 分布式 6.06GW, 年发电量 392 亿千瓦时。2015 年新增装机容量为 15.13GW, 同比增长 42.7%, 占全球光伏发电新增装机容量的 30%, 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。2016 年 6 月 3 日国家能源局下发的《关于下达 2016 年光伏发电建设实施方案的通知》(国能新能[2016]166 号)文件中规定, 2016 年下达全国新增光伏电站建设规模 18.10GW, 其中, 普通光伏电站项目 12.60GW, 光伏领跑技术基地规模 5.50GW。2016 年 10 月 17 日, 国家能源局、国务院扶贫办下发了《关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》(国能新能[2016]280)中规定, 第一批光伏扶贫项目总规模 5.16GW, 其中, 村级光伏电站(含户用)共计 2.18GW, 集中式地面电站共计 2.98GW。标志着 2016 年国内光伏发电新增建设指标共 23.26GW, 略高于 2015 年新增建设指标(23.10GW)。

图 8 2010-2015 年中国光伏发电装机情况(单位: GW)



数据来源: 国家能源局, 山西证券研究所

2.2 政策调整, 引发上半年光伏装机规模爆发式增长

国家发改委发改价格[2015]3044 号文件指出, 2016 年 1 月 1 日以后备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目, 执行 2016 年光伏发电上网标杆电价。2016 年以前备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目但

于 2016 年 6 月 30 日以前仍未全部投运的,执行 2016 年上网标杆电价。因此 2015 年拿到备案的投资方要抢在 6 月 30 日之前建设完成以保证项目收益率。据有关部门初步统计,2016 年上半年新增并网光伏装机容量达到 22.50GW,相当于去年同期(新增 7.73GW)的三倍,仅 6 月份就新增 11.3GW,预计全年光伏发电新增容量将近 30GW,远超国家能源局国能新能[2016]166 号文件规定的 2016 年全国新增光伏电站建设规模 18.1GW。

2.3 新政推出,加剧业内竞争

由于受 6·30 抢装潮的影响,2016 年上半年高纯多晶硅原材料的价格出现快速上涨的行情,晶硅片、电池和组件价格出现止跌走势,在生产成本进一步降低的情况下,整个光伏制造业表现出强劲的增长势头。随着 6·30 期限的结束,光伏产品价格出现快速回落,继而出现第三季度光伏行业的整体低迷,直接拉低了光伏发电系统的单位造价。

国家能源局的《国能新能[2016]166 号》文件推行的采用竞争性方式配置光伏电站项目的机制再一次加速了产品价格的下降趋势,强化了整个光伏行业的竞争态势,新建光伏电站项目盈利状况将进一步恶化。第三季度的光伏行业受“抢装效应”和光伏发电项目竞争性配置试行的双重影响,各地“领跑者基地建设项目”的招标会上出现了持续性的低价竞标的情况,其中昌盛日电在包头领跑者唱标电价表中以极低的 0.52 元/度的电价引起业内的极大关注。因此,随着上网电价的持续下调以及采取竞争方式配置项目的完全实施将使得光伏发电项目的竞争更加激烈,未来新建光伏发电项目的盈利空间将会进一步压缩,行业扩张速度或将因此而减缓。

三、昌盛日电核心竞争优势

3.1 战略定位优势

国家能源局于 2014 年 9 月 2 日发布的《国家能源局关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》指出,鼓励开展多种形式的分布式光伏发电应用,因地制宜利用废弃土地、荒山荒坡、农业大棚、滩涂、鱼塘、

湖泊等建设就地消纳的分布式光伏电站;鼓励分布式光伏发电与农户扶贫、新农村建设、农业设施相结合,促进农村居民生活改善和农业农村发展。

我国西北地区的日照丰富,并拥有广袤的可利用建设光伏项目的土地资源,但由于西北地区经济发展水平较为落后,电网建设也相对滞后,导致限电现象较为严重,严重影响光伏项目的整体收益。因此,政府加大对一类、二类日照资源区上网电价调整的力度,即以此希望光伏发电项目向中东部经济发达地区转移。

在中东部地区发展光伏发电项目的瓶颈主要是土地问题,因此昌盛日电定位发展的光伏农业综合利用可有效解决发展光伏项目的土地性质问题。光伏农业综合利用是在中国传统的设施农业基础上利用棚上发电、棚下农业生产,不额外占用土地资源,不改变农业经营用途,同时实现了园区和平台化整合,是一种既能解决农民就业问题,又能实现光伏和农业综合发展的新模式。光伏农业是一种因地制宜利用土地资源发展光伏产业的综合利用模式,能与光伏扶贫及分布式光伏发展相结合,成为国家鼓励和认可的光伏发展新模式。

3.2 经营管理优势

3.2.1 项目开发能力及项目储备

截止 2015 年底,昌盛日电已在全国 20 余个省份、67 个地市布局,与全国 67 个县区签了总量超过 5,000MW 的开发协议,2015 年度新增项目备案规模 1,100MW,其中 700 余 MW 已进入项目落地阶段,新增自持电站规划 300MW。2016 年上半年新增并网项目 360MW,成为全国为数不多的具有跨区域开发项目能力的光伏企业。

3.2.2 项目管理优势

公司近年来积累了丰富的光伏电站建设经验,项目管理能力强。项目的实施高效、安全。拥有一批成熟的专业技术人员,拥有在行业内领先的项目管理能力、施工能力、系统集成能力,以确保电站建成后以最高的效率发电,并降低光伏电站后续维护成本。

3.2.3 光伏农业园区规划设计和运营能力

公司在行业内率先推出光伏农业综合利用园区的经营模式，并因此获得2014年联合国全球可再生能源领域最具投资价值的领先技术蓝天奖，2015年8月份成功主办全国首届光伏农业论坛。公司为全国光伏食用菌产业联盟理事长单位，通过有针对性的研发及销售渠道建设，已形成育种、种植、物流、销售全产业链运作能力。公司能够提供从棚顶光伏发电系统设计、项目EPC工程总包、电站运营管理方案，到棚内种植品种规划、种植方案规划和农业运营管理规划的整体解决方案。

3.2.4 技术优势

公司具备强大的农业研发和农业园区综合运营能力，已开发出5代20多种棚型及食用菌、茶叶等多种适合光伏农业园区种植的农作物品种，并形成包括防滴集水、分光驱虫、组件清洗等29项专利，公司开发建设的光伏农业综合利用园区做到了光伏产业和农业种植的有机结合。

3.2.5 融资优势

公司与中国进出口银行、国家开发银行、河北银行、交通银行、青岛银行等金融机构建立了战略性银企合作，为项目开发建设建立了坚实的资金基础。

四、公司财务分析

4.1 可比公司简介

鉴于公司营业收入较大，远高于行业内同类型的新三板挂牌公司，因此我们选取了中清能（834603.OC）和珈伟股份（300317.SZ）作为可比公司来分析昌盛日电的财务指标。

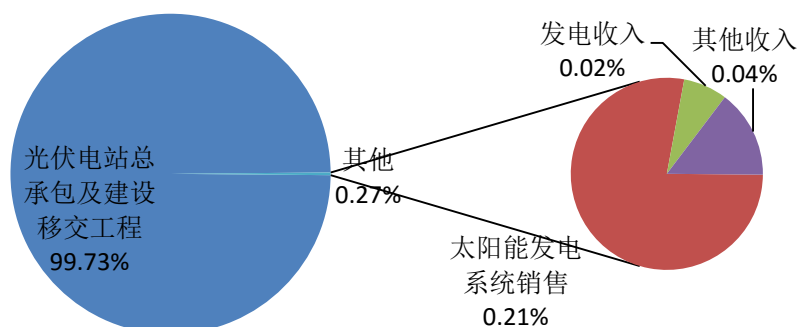
中清能（834603.OC）

公司为依托核心技术服务全球的太阳能发电综合方案解决商，主营业务为太阳能光伏地面电站、屋顶电站、微网及离网项目的开发、投资、建设与运行维护；太阳能光伏电站工程承包；太阳能光伏发电资产处置及交易咨询服务；太阳能发电设计服务；太阳能创新应用技术研发和服务。

公司2015年的业务内容以光伏电站的开发、建设、移交、运维的

BTO模式为主,项目运作以项目公司工程总承包为基础,拓展了各类融资渠道,并与国内主要光伏电站运营商建立了战略合作关系。从传统的EPC业务扩展到项目开发、融资、运维的下游产业链的多方面布局,从而使主营业务毛利率得到了显著提升。2015年营业收入为74938.23万元,同比增长37.19%;实现利润总额9101.49万元,同比增长86.13%,主营业务突出。

图 9 中清能 2015 年按产品分类的主营业务收入构成

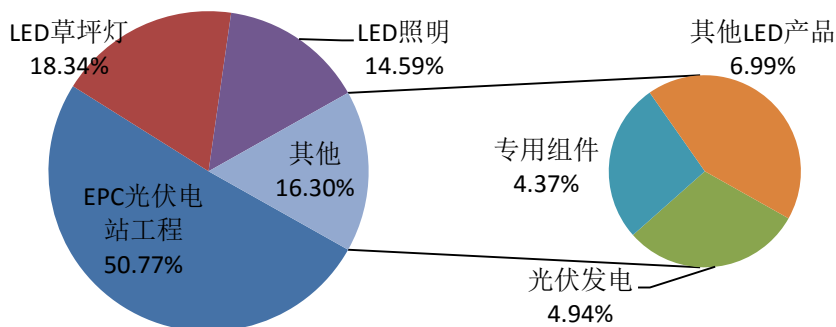


数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

珈伟股份 (300317.OC)

公司一直专注于太阳能光伏照明产品、高效LED光源、太阳能消费类电子产品的研发、生产及销售;提供各种LED照明光源的整体解决方案。2015年,公司完成了对华源新能源的收购,将主营业务拓展至光伏电站EPC和投资运营领域,截止2015年末公司持有的电站规模已达约220兆瓦。华源新能源具备电力工程施工总承包三级资质,公司有7项专利,且拥有一大批具备相关资格的技术骨干。

图 10 珈伟股份 2015 年按产品分类的主营业务收入构成



数据来源: 公司年报, 山西证券研究所

2015年, 公司实现营业收入190226.61万元, 同比增长179.68%; 实现利润总额16499.05万元, 同比增长4234.18%。其中光伏业务营业收入为114269.12万元。

4.2 盈利能力分析

2013-2015年, 昌盛日电的毛利率变化较小, 分别为15.73%、13.24%和14.53%; 珈伟股份毛利率最高, 但三年内浮动也不大; 而中清能毛利率近三年来呈上升趋势。主要原因是, 昌盛日电和珈伟股份的光伏业务主要是EPC和BT模式, 而中清能则从传统的EPC模式逐步转为BTO模式, 进一步延长了业务服务链条, 提高了项目毛利率。

2013-2015年, 公司净资产收益率(摊薄)分别为32.60%、41.93%和26.04%, 除2014年低于中清能外, 2013年和2105年两家公司的净资产收益率(摊薄)相近; 珈伟股份的净资产收益率(摊薄)远低于中清能和昌盛日电。主要原因是由于昌盛日电将传统轻资产的EPC和BT模式逐步转为持有电站并运营的模式, 使得净资产增加导致净资产收益率(摊薄)减小的情况。由于近年LED业务同业竞争激烈, 使得珈伟股份LED业务盈利逐步萎缩, 导致其净资产收益率(摊薄)远低于另外两家公司。

图 11 毛利率对比情况(单位: %)

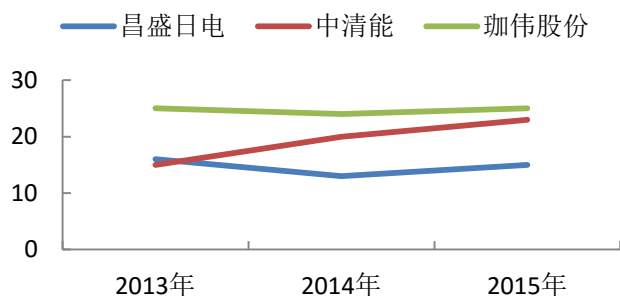
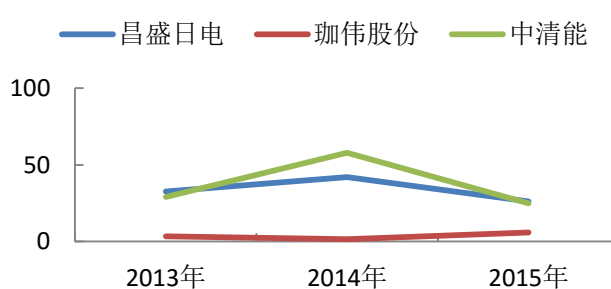


图 12 净资产收益率(摊薄)对比情况(单位: %)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

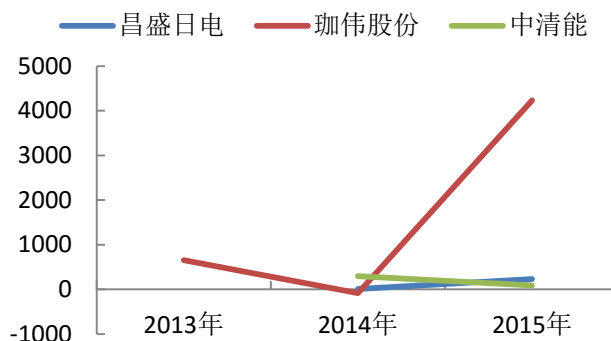
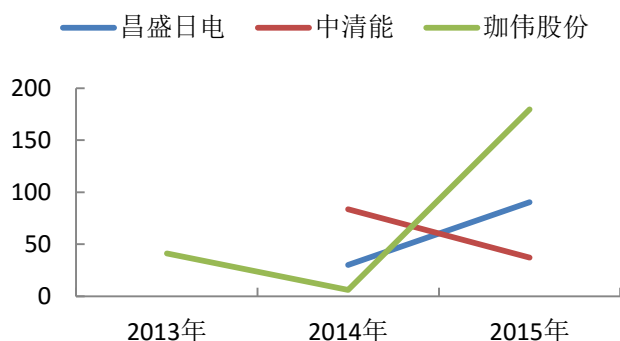
4.3 成长能力分析

2014、2015年, 昌盛日电的营业收入同比增长率分别为29.99%、90.54%, 利润总额增长率分别为8.03%、229.80%。由于珈伟股份2015年收购华源新能源, 使得主营业务引入光伏EPC、电站运营业务, 从而使得其营业收入和利润总额大幅增加。2015年, 昌盛日电与中广核、城

投实业、协鑫新能源等大型电力投资集团在光伏项目建设及运营方面展开了全面合作,项目开发量和完工量快速增加,同时因部分自持电站并网带来了新增电费收入以及采取费用控制措施带来的成本集约效应,使得营业收入和利润总额增长迅速。相比来说,中清能的营业收入同比增长率和利润总额同比增长率呈现下降趋势,弱于其他两个公司。

图 13 营业总收入同比增长率对比情况 (单位: %)

图 14 利润总额同比增长对比情况 (单位: %)

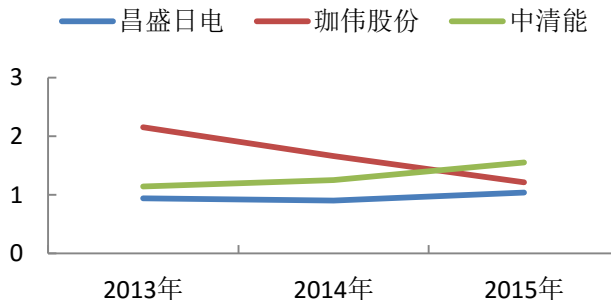
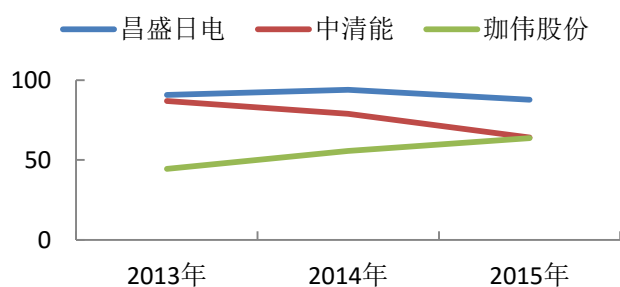


数据来源: Wind, 山西证券研究所

4.4 资本结构和偿债能力分析

图 15 资产负债率对比情况 (单位: %)

图 16 流动比率对比情况



数据来源: Wind, 山西证券研究所

昌盛日电 2013-2015 年资产负债率分别为 90.71%、94.06% 和 87.8%, 均高于中清能和珈伟股份, 2015 年比 2014 年下降 6.91 个百分点; 流动比率分别为 0.94、0.9 和 1.04, 低于同行业的中清能和珈伟股份。主要原因是 2015 年公司采取了战略物资集中采购等有效的采购管理措施, 争取了较好的信用账期和付款条件, 公司的经营性现金流得到改善, 光伏电站

建设期筹资需求下降。

4.5 营运能力分析

2013-2015年, 昌盛日电存货周转率分别为1.67、2.24和2.82, 呈逐年上升态势, 低于中清能, 高于珈伟股份。应收账款周转率分别为4.54、3.65和5.05, 2014年的应收账款周转率低于中清能和珈伟股份, 但2015年远高于两家可比公司。主要原因是加强了客户建造合同款催收, 使得公司电站建设期垫资金减少。

图 17 存货周转率对比情况

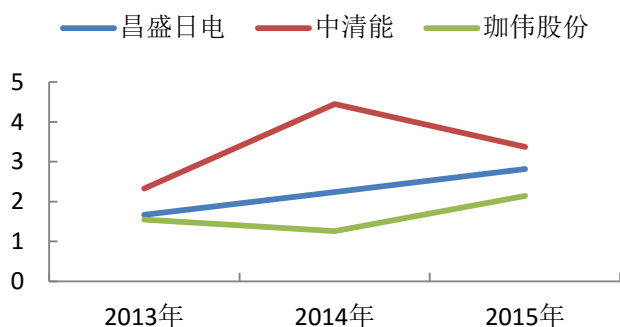
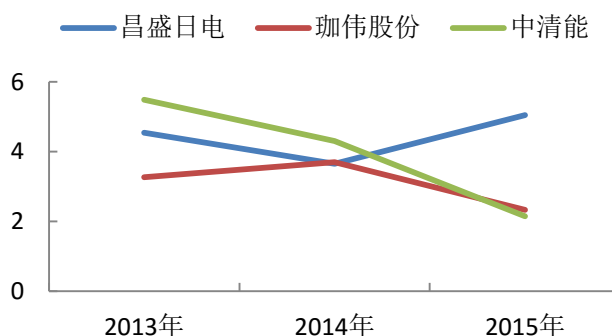


图 18 应收账款周转率对比情况



数据来源: Wind, 山西证券研究所

五、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

通过分析光伏行业整体发展状况及昌盛日电公司情况, 我们结合未来行业发展趋势对昌盛日电进行盈利预测, 相关假设如下:

(1) 作为新兴战略产业的光伏行业预计在未来几年内将持续保持强劲发展的势头, 虽然受国家电价补贴政策下调的影响导致产品价格持续下跌, 但下游市场的光伏发电项目指标规模却在逐年增加。而随着第一批光伏扶贫项目指标的下达及财政补贴政策退坡机制的实施, 预计未来光伏发电项目将逐步从普通大型地面电站向光伏扶贫电站和领跑技术基地的形式靠拢。因此, 以农光综合利用为核心竞争力的昌盛日电或将迎来快速发展的时期。

(2) 预计公司由传统的 EPC、BT 业务模式逐步向盈利能力更稳定的项目投资及持有运营业务拓展过程中, 电站出售收入将逐步减小, 而自持光伏电站规模将会逐步增加, 提升公司电力收入及财政补贴等其他收入。

(3) 公司将业务重点集中在光伏行业下游的电站投资建设, 逐渐剥离原有的组件制造业务, 因此未来组件销售将会进一步缩小。

表 1 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)	11.57	22.04	44.08	57.30	74.49
YOY (%)	29.99	90.54	100	30	30
营业成本 (亿元)	10.04	18.84	37.91	49.28	64.06
毛利率 (%)	13.24	14.53	14	14	14
净利润 (亿元)	0.50	1.74	2.21	3.10	4.31
YOY (%)	2.86	247.87	27.06	40.11	38.85
净资产收益率 ROE (%)	41.93	26.04	24.86	25.83	26.40
每股收益 EPS (元)	0.1	0.348	0.443	0.620	0.861

数据来源: Wind, 山西证券研究所

5.2 投资建议

预测公司 2016-2018 年的营业收入分别为 44.08 亿元、57.30 亿元和 74.49 亿元, 净利润分别为 2.21 亿元、3.10 亿元和 4.31 亿元, 每股收益 EPS 分别为 0.443 元、0.620 元和 0.861 元。我们认为在全球发展新能源、清洁能源的大背景下, 光伏产业仍属于成长期阶段的朝阳行业, 是国家重点发展的战略方向之一, 未来仍将持续增长。考虑到公司定位于发展光伏行业下游的电站投资

建设业务，且在农光综合利用领域处于国内领先地位，随着行业的持续发展，公司也将会凸显出自身优势取得持续性的发展。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

六、风险提示

6.1 电价补贴发放不及时的风险

光伏电站的电价中，除电网公司按照当地火电脱硫脱硝标杆电价支付电费外，其余大部分均由国家财政部进行补贴。财政部、国家发改委于 2016 年 1 月 5 日发布《关于提高可再生能源发展基金征收标准等有关问题的通知》（财税[2016]4 号）中规定自 2016 年 1 月 1 日起，将可再生能源基金征收标准由每千瓦时 1.5 分提高到每千瓦时 1.9 分。但受经济下行的影响，售电量的增长速度远远落后于可再生能源的增长速度，因此在现行补贴制度下，光伏发电项目补贴发放不及时将成为一种常态。随着公司自持光伏电站规模的增加，受电价补贴发放不及时的风险将逐步加大。

6.2 上网电价快速下降的风险

光伏发电作为绿色环保的清洁能源已被人们逐步接受和认可，随着技术的进一步发展和生产工艺的逐步成熟，光伏发电成本也随之降低，但现阶段的发电成本仍高于传统能源，仍需政府政策扶持。“6·30 抢装潮”影响及引入竞争性方式配置光伏电站项目的机制已导致 2016 年第三季度光伏产品价格快速下降，引发非正常降价趋势。而上网电价的快速下降将直接影响光伏电站投资建设的收益，

分析师简介

刘小勇

CFA，1993 年进入证券行业，具有 12 年的证券经纪经历、3 年的私募投资经历、8 年的行业研究和研究管理（从事过策略研究，以及钢铁、有色、电力与电力设备、环保、汽车、非银行金融、百货商贸、建材、纺织服装和新能源等行业研究）经历、多年的高净值客户和私募基金服务经历。

研究助理简介

贺剑雄

工学博士，2005 年-2010 年从事化合物半导体薄膜太阳能电池器件的研究工作；2010 年开始从事光伏产业相关的电站开发、技术咨询等工作；2016 年加入山西证券研究所从事新能源行业研究。

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上

增持: 相对强于市场表现 5 ~ 20%

中性: 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

重要声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。