



## 中利集团 (002309): 老树发新芽, 光伏通讯展蓝图

——光伏通信双线向终端延伸, 光伏扶贫业绩释放在即

2017.12.26

强烈推荐

刘伟浩(分析师) 周立津(研究助理)  
电话: 020-88832824 020-88832033  
邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn Zhoulj@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310517040001

现价: 15.20  
目标价: 19.61  
股价空间: 29%

### 核心观点:

- **精准切入光伏领域, 17 年预计归母净利润 2.98 亿元, 同比增长 302%**  
2012 年光伏行业进入低谷, 全行业盈利水平处于历史低点, 资产价格也降至低位。公司在该时点切入光伏领域, 随行业复苏获得成长, 很具战略性。光伏行业目前对公司总体毛利的贡献长期处在 45% 以上。公司利用高杠杆, ROE 常年处于 8%-9%, 优于同行业 5%-6% 的平均 ROE 水平。预计 2017 年公司营收 179 亿元, 同比增长 58%, 归母净利润 2.82 亿元, 同比增长 280%。2018 年营收 269 亿元, 同比增长 50%, 归母净利润 6.29 亿元, 同比增长 141%。
- **光伏通信双线向终端延伸, 多数产品规模居国内前十**  
①以光伏电站建设为主、光伏设备制造为辅的龙头企业。2016 年全球组件生产企业按产能排名, 中利集团组件产能排名全球第十、国内第八。当前公司电池片产能 4GW, 组件产能 4GW, 2017 年上半年组件营收同比增长 51%。电站建设方面, 至 2016 年底公司累计投建光伏电站 4GW 以上, 为国内规模最大。  
②公司在特种阻燃耐火电软电缆细分行业市场占有率第一, 光缆光纤光棒产能居行业前十, 自组网为国内首家供货单位。光缆综合实力位居行业前列, 年产能 1000 万芯公里。2013 年公司向高毛利的上游光纤光棒和下游自组网终端延伸, 今年光纤产能 1300 万芯公里国内第六, 光棒产能 400 吨国内第七。2019 年公司光纤预制棒产能将达 1400 吨, 光纤产能 4550 万芯公里。智能通讯自组网在军民市场应用前景广阔, 年产量超 6000 台, 2016 年为公司贡献 9% 毛利。
- **领跑光伏扶贫, 今年 800MW 电站实现转让, 光伏板块营收同比增长 111%**  
十三五期间不含集中式指标, 仅 2017-20 年间村级扶贫电站年均保底建设预计为 3.75GW。受光伏扶贫业绩拉动, 预计公司光伏行业 2017 年将转让 800MW 电站。光伏板块营收 103 亿元 (含组件), 同比增长 111%, 毛利 14 亿元, 同比增长 24%, 2018 年营收 185 亿元, 同比增长 80%, 毛利 31 亿元, 同比增长 120%。
- **智能互联时代和“一带一路”战略支撑, 线缆业务营收同比增长 9%**  
2017 年国内光纤预制棒有超过 40% 缺口。光纤光棒需求紧俏, 公司扩产产能将迅速转化为业绩。预计 2017 年公司线缆业务营收为 63.7 亿元, 同比增长 20%, 毛利 10.7 亿元, 同比增长 26.7%, 2018 年公司线缆业务营收 69 亿元, 同比增长 8.3%, 毛利 12 亿元, 同比增长 13.5%。公司仅拥有自组网子公司 49% 股份, 如收购其余股份, 可使公司该产品贡献归母净利润翻番。预计该项业务 2017 年全年营收 7 亿元 (归母), 毛利 2.2 亿元, 同比增长 9%, 2018 年全年营收 12 亿元, 毛利 3.6 亿元, 均同比增长 9%。
- **盈利预测: 我们预计公司 17-18 年 EPS 分别为 0.44 元、0.98 元, 对应 PE 分别为 31.94/14.33, 考虑公司成长性良好, 给予 18 年 20 倍 PE, 目标价 19.61 元, “强烈推荐”评级。**
- **风险提示: 光伏电站转让不及预期; 行业政策性风险。**

数据处理: 文思

主要财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	11291.63	17928.03	26866.08
同比(%)	-6.99%	58.77%	49.86%
归属母公司净利润	74.25	282.12	628.83
同比(%)	-82.12%	279.95%	122.89%
毛利率(%)	19.57%	15.27%	17.44%
ROE(%)	1.29%	4.68%	9.65%
每股收益(元)	0.12	0.44	0.98
P/E	121.37	31.94	14.33
P/B	1.59	1.52	1.39
EV/EBITDA	9.82	13.59	10.82

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
绝对表现	7.80	-0.91	24.72
相对表现	9.03	-7.01	12.83
沪深 300	-1.23	6.09	11.89

### 基本资料

总市值 (亿元)	97.5
总股本	6.41
流通股比例	68.00%
资产负债率	78.79%
大股东	王柏兴
大股东持股比例	34.86%

### 相关报告

行业深度:《2018, 光伏制造面临大变, 高毛利企业占据主动》

——2017.10.11

年度策略:《全年看好风电, 季节性看好光伏——从政策与市场博弈看风、光、气电力投资轮动》

——2017.12.08

公司点评:《三季度业绩符合预期, 全年净利预增 3 倍, 业绩持续爆发》

2017.10.27



## 目 录

1. 激励层次清晰，精准切入光伏领域增利润.....	4
1.1 公司创始人拥有实际控制权，两套股权激励计划针对各层次员工，股权结构有利公司长期发展..	4
1.2 公司具有较强的市场预见力，营收常年保持较高增长.....	4
1.3 光伏行业为公司贡献近半毛利，2017 净利润大概率增长.....	6
1.4 净资产收益率优于同行业水平 .....	7
2. 光伏通信双线向终端衍生，增强公司盈利能力 .....	8
2.1 以光伏电站建设为主、光伏设备制造为辅的民营龙头.....	8
2.1.1 2016 光伏电站投建规模全国第一，2017 发力成就光伏扶贫龙头.....	8
2.1.2 光伏组件产能全球前十，国内光伏企业唯一获欧洲 VDE 权威认证 .....	11
2.2 通信线缆向上下游高毛利产品衍生，增强公司盈利能力 .....	12
2.2.1 阻燃耐火电缆行业龙头，光缆行业实力居前，向高毛利光棒扩产发力 .....	12
2.2.2 通信产品向军工延伸，成立 3 年即贡献 9%毛利.....	15
3. 领跑扶贫光伏，业绩集中释放 .....	16
3.1 十三五光伏市场扶贫项目至少占 23.5%，且最具确定性.....	16
3.2 设备生产企业承接光伏扶贫具优势，绿色通道保回款.....	17
3.3 提前布局光伏扶贫，下半年业务营收增长近 90%.....	18
3.4 光伏业绩释放，营收增长翻番，明年保持高速增长 .....	18
4. 两大动力支撑线缆业务平稳增长.....	19



## 图 表 目 录

图表 1.	中利集团前十大股东构成 .....	4
图表 2.	2008-2016 年 SW 光伏设备销售毛利率 .....	5
图表 3.	中利集团 2009 年-2016 年总营收和占比超过 10%的产品营收（单位：百万元） .....	5
图表 4.	中利集团、SW 光伏设备、SW 线缆部分及其他的总营收同比增长率 .....	5
图表 5.	2011 年-2016 年中利集团光伏行业和光伏电站营收（单位：百万元）、中国光伏新增装机（单位：GW） .....	6
图表 6.	中利集团 2011 年-1H2017 年总毛利和光伏行业毛利（单位：百万元） .....	6
图表 7.	中利集团 2009 年-2016 年净利润（单位：百万元） .....	7
图表 8.	中利集团 2009 年-2016 年杜邦分析 .....	7
图表 9.	中利集团与 SW 光伏设备 2014-2016 年杜邦分析指标对比 .....	7
图表 10.	中利集团 2009 年-2016 年净利润（单位：百万元） .....	7
图表 11.	中利集团光伏行业、线缆及通信行业（含光纤预制棒和特种通讯设备）1H2017 营收占比 ..	8
图表 12.	中利集团光伏行业、线缆及通信行业（含光纤预制棒和特种通讯设备）1H2017 毛利占比 ..	8
图表 13.	智能光伏+科技农业（特色种养殖、光伏大棚、渔光互补） .....	9
图表 14.	1H2017 光伏发电营业收入占比和毛利占比 .....	9
图表 15.	光伏电站转让容量（单位：MW）和营业收入（单位：百万元） .....	10
图表 16.	光伏电站转让毛利（单位：百万元）、光伏电站转让毛利占总毛利占比 .....	10
图表 17.	2017 年公司光伏扶贫电站市场份额预计占当年全国光伏扶贫总量 37% .....	10
图表 18.	光伏组件产能、产量、销量（单位：GW）和营业收入（单位：百万元） .....	11
图表 19.	光伏组件及电池片转让毛利（单位：百万元）、光伏组件及电池片毛利占总毛利占比 .....	11
图表 20.	光伏组件制造各环节增值部分在光伏组件售价中占比 .....	12
图表 21.	光纤光棒毛利率远高于其它线缆产品毛利率 .....	13
图表 22.	公司产能光纤预制棒（单位：吨）、光纤（单位：万芯公里）、光缆（单位：万芯公里） ..	13
图表 23.	2016 年我国主要光纤厂商产能（单位：万芯公里） .....	14
图表 24.	2017 年我国主要光纤预制棒厂商产能（单位：吨） .....	14
图表 25.	线缆业务各产品营收（单位：百万元）、线缆业务各产品营收占总营收比例 .....	14
图表 26.	线缆业务各产品毛利（单位：百万元）、线缆业务各产品毛利占总毛利比例 .....	14
图表 27.	自组网工作示意图-各移动节点间可自组网络，无需基站支持 .....	15
图表 28.	中利电子股权结构 .....	15
图表 29.	特种通讯设备营收、毛利（单位：百万元）和毛利占总毛利占比 .....	15
图表 30.	2017 年前三季和 2016 年前三季光伏新增装机比例变化 .....	16
图表 31.	分布式光伏盈利模式 .....	17
图表 32.	光伏扶贫项目类型 .....	17
图表 33.	光伏扶贫项目融资模式 .....	17
图表 34.	1H2017 和 2H2017 光伏扶贫项目营收（单位：百万元） .....	18
图表 35.	2017-2018 年光伏扶贫项目营收（单位：百万元） .....	18
图表 36.	2016-2018 年光伏业务营收（单位：百万元） .....	19
图表 37.	2016-2018 年光伏业务毛利（单位：百万元） .....	19
图表 38.	2016-2018 年线缆业务营收（单位：百万元） .....	20
图表 39.	2016-2018 年线缆业务毛利（单位：百万元） .....	20



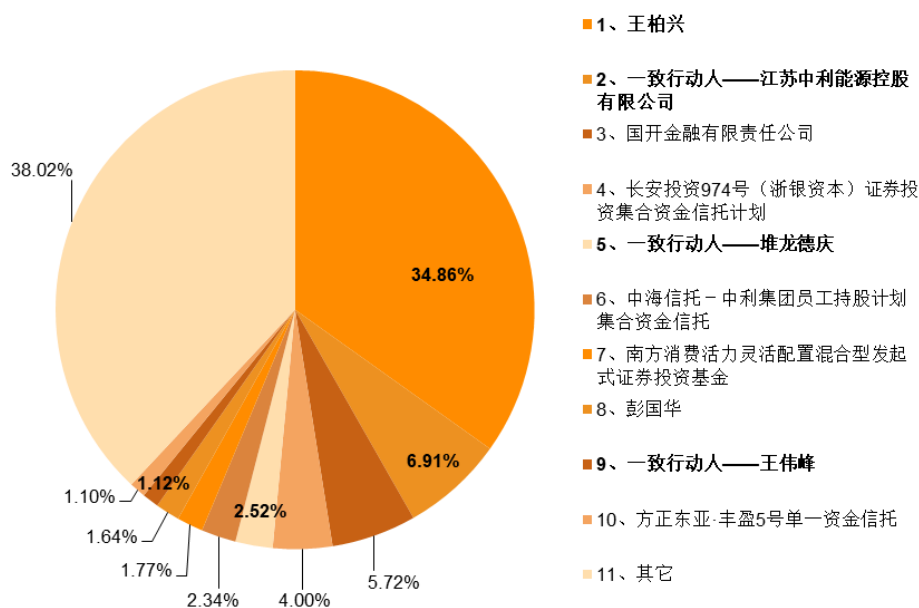
## 1. 激励层次清晰，精准切入光伏领域增利润

### 1.1 公司创始人拥有实际控制权，两套股权激励计划针对各层次员工，股权结构有利公司长期发展

根据公司 2017 年第三季度季报披露，公司创始人王柏兴直接拥有 34.86% 公司股权，并通过江苏中利能源控股有限公司、堆龙德庆中立创业投资管理有限公司和王伟峰等一致行动人分别间接控制 6.91%、2.52% 和 1.12% 的公司股权。公司创始人王柏兴实际控制 45.41% 公司股权，为公司第一大股东、实际控制人，股权相对集中。

同时公司注重员工激励措施，采取了限制性股票激励计划和员工持股平台计划两种方式，有效针对公司各层次员工进行激励，有利公司长期发展。2015 年 9 月，公司实施了限制性股票激励计划，共定向增发 394 万股，授予价格为 14.61 元，激励对象共计 87 人，激励对象包括公司董事、高级管理人员、经营 管理骨干、核心技术（业务）员工，在 2015 年至 2017 年间每年考核解锁。2017 年 7 月，公司第一期员工持股计划通过中海信托在二级市场购入公司股票累计共 1499 万股，成交均价 12.51 元，面向对象囊括公司或下 属全资子公司及控股子公司的所有全职员工，锁定期为 12 个月。

图表1. 中利集团前十大股东构成

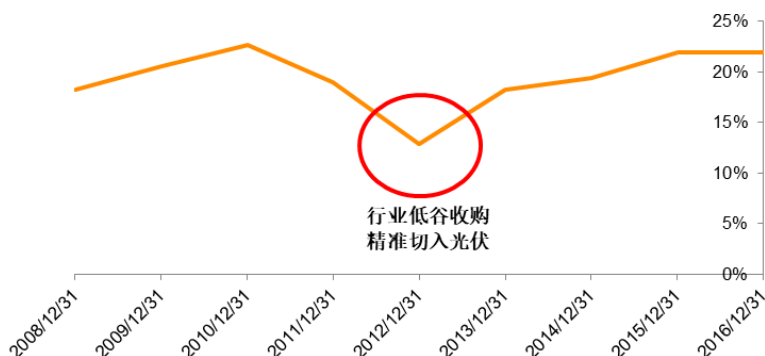


资料来源：公司年报、广证恒生

### 1.2 公司具有较强的市场预见力，营收常年保持较高增长

2011 年，中利集团收购江苏腾晖电力科技有限公司 51% 股权，2012 年江苏腾晖电力科技有限公司更名为中利腾晖光伏科技有限公司，中利集团持股比例增至 66.29%，2016 年中利腾晖光伏科技有限公司更名为苏州腾晖光伏技术有限公司，中利集团 100% 持股。2012 年受欧美光伏双反，中国光伏行业进入史上低谷，当年 SW 光伏设备的销售毛利率低至 12.88%，为历史最低点，此后在中国政府对光伏行业的大力扶持下，行业毛利率迅速恢复至 20% 左右。可以说，中利集团在光伏行业谷底期，利用光伏资产低估的机会果断切入光伏市场，显示出企业具有很强的预见性和战略性。

图表2. 2008-2016 年 SW 光伏设备销售毛利率

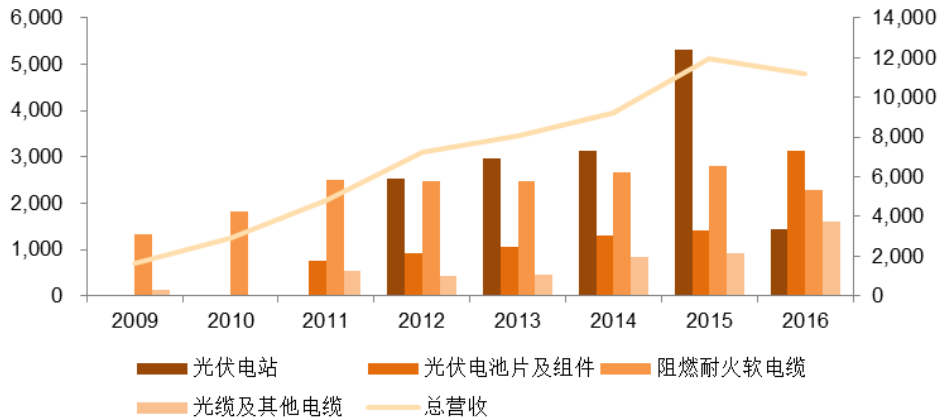


资料来源: WIND、北极星、广证恒生

2009 年至 2016 年间, 中利集团营收基本保持稳定增长, 仅 2016 年由于公司受光伏电站并网指标影响, 在当年确认营收的并网容量较 2015 年大幅减少 87%, 进而导致当年总营收出现 6% 的下滑, 其余年份总营收均实现稳步增长, 8 年间复合年增率达 31.5%。

按产品分类看公司营收, 光伏电站在 2012 年-2015 年期间成为公司第一大营收来源, 仅 2016 年由于前述的并网指标影响使得 2016 年大幅下滑, 光伏电池片及组件和光缆及其他电缆营收保持逐年增长的态势, 阻燃耐火软电缆营收则在 2011 年后基本保持在 25 亿元左右。

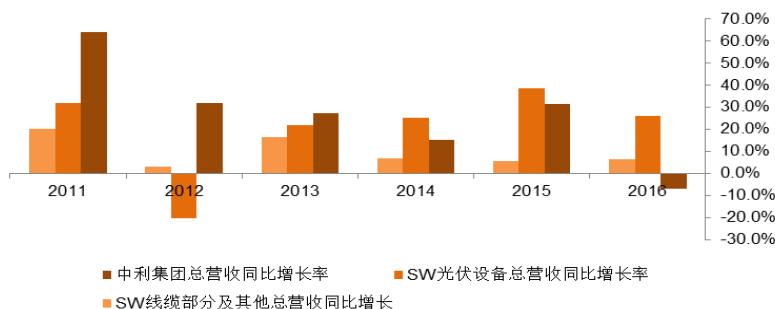
图表3. 中利集团 2009 年-2016 年总营收和占比超过 10% 的产品营收 (单位: 百万元)



资料来源: WIND、广证恒生

对比中利集团、SW 光伏设备、SW 线缆部分及其他的总营收增长率, 发现中利集团总营收增长率与光伏设备行业上市公司总营收增长率变化趋势基本一致, 表现明显优于线缆行业上市公司总营收增长率。进一步说明公司进入光伏行业转型决策的正确性。

图表4. 中利集团、SW 光伏设备、SW 线缆部分及其他的总营收同比增长率

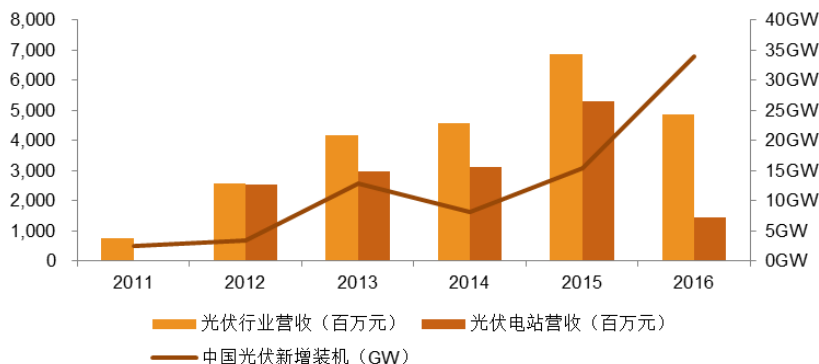




资料来源：WIND、广证恒生

对比中国光伏年新增装机容量和中利集团在光伏行业和光伏电站的营收，不难发现，自中利集团进入光伏市场以来，2011 年-2016 年这段时间内中利集团光伏行业和光伏电站营收增长与中国光伏新增装机增长趋势基本保持一致。2016 年光伏行业和光伏电站营收减少是由于前面所述的光伏并网指标问题未能在当年及时确认收入所致，但是可以预见，2017 年受 2016 年光伏电站业绩确认和 2017 年分布式光伏整体行业火爆两方面影响，公司营收将较去年实现大幅增长。

图表5. 2011 年-2016 年中利集团光伏行业和光伏电站营收（单位：百万元）、中国光伏新增装机（单位：GW）

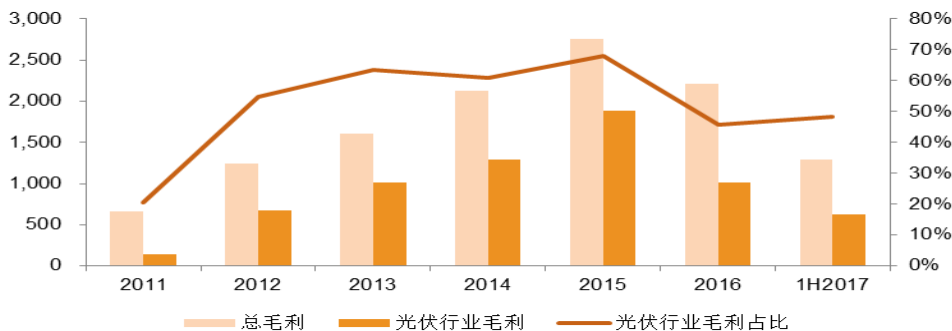


资料来源：WIND、广证恒生

### 1.3 光伏行业为公司贡献近半毛利，2017 净利润大概率增长

自 2011 年公司进入光伏领域，光伏电站和光伏电池片及组件就成为了公司营收主要来源，并保持一定增长，且光伏行业毛利对公司总体毛利的贡献长期处在 45% 以上。

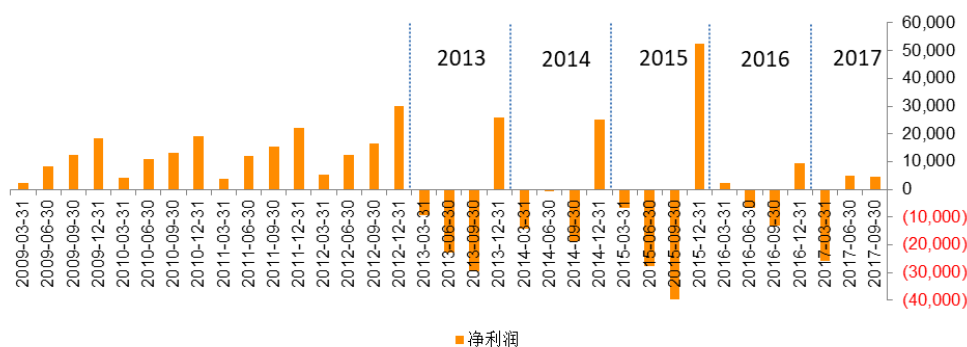
图表6. 中利集团 2011 年-1H2017 年总毛利和光伏行业毛利（单位：百万元）



资料来源：WIND、广证恒生

从公司 2009 年-2017 年 9 月份各年报/中报/季报披露的各期净利润可以看出，公司自 2012 年光伏电站成为公司主要营业收入来源后，由于工程建设收入和成本确认采用的是完工百分比法，“对于在提供劳务交易结果不能够可靠估计时，已经发生的劳务成本预计能够得到补偿的，按照已经发生的劳务成本金额确认提供劳务收入，并按相同金额结转劳务成本”，因此公司从 2013 年开始每年的净利润呈现前三季度低，年末突然反转增高的特征。而 2017 年第二第三季度净利润情况相较前 4 年较好，同时综合上述的 2016 年光伏电站业绩确认和 2017 年分布式光伏整体行业火爆两方面动力，我们预测 2017 年末公司净利润表现较去年上升将是大概率事件。

图表7. 中利集团 2009 年-2016 年净利润 (单位: 百万元)



资料来源: WIND、广证恒生

## 1.4 净资产收益率优于同行业水平

使用杜邦分析法对公司的运营情况和财务情况进行分解发现,公司平均净资产收益率在 2011 年进入光伏领域后基本保持在 2010 年的水平不变,但销售净利率和总资产周转率大幅下滑,权益乘数则大幅上升。2016 年由于光伏电站未能及时确认收入,公司销售净利率跌至仅 0.8184%,公司资产周转率在 2011 年进入光伏领域出现大幅下滑,此后资产周转率基本维持在 0.5-0.6 的水平,公司权益乘数则在 2011 年以后出现大幅提升,此后权益乘数基本维持在 4-5 的水平。我们认为以上中利集团进入光伏行业后的销售净利率、资产周转率和权益乘数的变化趋势均符合光伏电站建设业务低利润率、低周转重资产、高负债的特点。

图表8. 中利集团 2009 年-2016 年杜邦分析

时间	平均净资产收益率 (%)	=	销售净利率 (%)	×	总资产周转率	×	权益乘数 (杜邦分析)	光伏行业 营收占比	光伏电站 营收占比
2009-12-31	14.0611	=	10.8654	×	0.9141	×	1.4280	——	——
2010-12-31	8.5657	=	6.5087	×	1.0004	×	1.3237	——	——
2011-12-31	9.0591	=	4.6280	×	0.8925	×	2.3445	15.84%	——
2012-12-31	9.8062	=	4.7722	×	0.6459	×	4.0689	48.25%	35.08%
2013-12-31	6.6638	=	3.1837	×	0.5914	×	5.2468	51.50%	36.76%
2014-12-31	8.2981	=	2.7006	×	0.5717	×	4.6993	49.60%	33.88%
2015-12-31	9.4913	=	4.3349	×	0.6313	×	4.3956	57.49%	44.33%
2016-12-31	1.4524	=	0.8184	×	0.4881	×	4.5254	43.53%	12.86%

资料来源: WIND、广证恒生

我们选取 2014 年-2016 年的 SW 光伏设备公司杜邦分析指标进行对比,发现中利集团平均资产收益率相较 SW 光伏设备公司较高,分解指标后,中利集团销售净利率相对较低,总资产周转率相对较低,权益乘数相对较高。可见,中利集团利用高于同业的资金杠杆获得了优于同行业公司平均净资产收益率。

图表9. 中利集团与 SW 光伏设备 2014-2016 年杜邦分析指标对比

时间	平均净资产收益率 (%)		=	销售净利率 (%)		×	总资产周转率		×	权益乘数 (杜邦分析)	
	中利集团	SW 光伏设备		中利集团	SW 光伏设备		中利集团	SW 光伏设备		中利集团	SW 光伏设备
2014-12-31	8.2981	5.1800	=	2.7006	7.2700	×	0.5717	4.0389	×	4.6993	2.1100
2015-12-31	9.4913	6.1200	=	4.3349	6.7000	×	0.6313	3.4122	×	4.3956	2.1900
2016-12-31	1.4524	5.9400	=	0.8184	5.9100	×	0.4881	2.9863	×	4.5254	2.2200

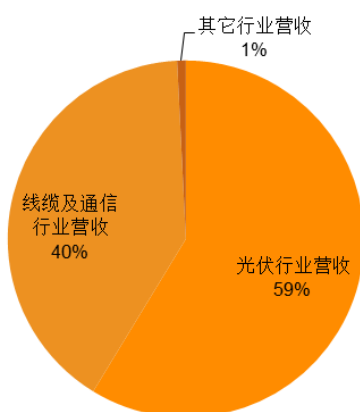
2016 年光伏电站收入延迟确认

资料来源: WIND、广证恒生

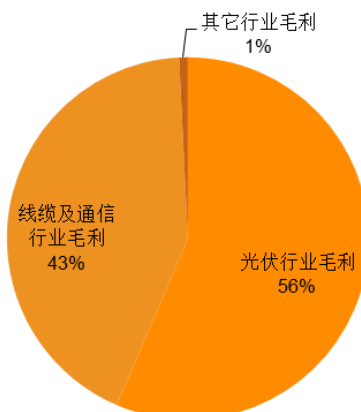
## 2. 光伏通信双线向终端延伸，增强公司盈利能力

公司主要从事电缆、光通讯、光伏新能源、特种通讯设备研发、制造、销售和综合服务的拓展，包括提供相关产品系统的整体解决方案。公司以光伏和线缆为两条经营主线，在经营过程中逐步向两条主线的终端延伸，光伏产业从电池片和组件向下游电站建设和运营延伸、线缆产业则从电缆光缆向上游光纤预制棒和下游特种通讯设备两端延伸，积极为企业寻找营收和利润的增长点。截止至 2017 年 6 月 30 日，公司光伏行业营收 50.15 亿元，占总营收 58.71%，毛利 7.30 亿元，占总毛利 56.43%，线缆及通信行业（含光纤预制棒和特种通讯设备）营收 34.60 亿元，占总营收 40.50%，毛利 5.54 亿元，占总毛利 42.80%。

图表10. 中利集团光伏行业、线缆及通信行业（含光纤预制棒和特种通讯设备）1H2017 营收占比



图表11. 中利集团光伏行业、线缆及通信行业（含光纤预制棒和特种通讯设备）1H2017 毛利占比



资料来源：上市公司中报、广证恒生

资料来源：上市公司中报、广证恒生

### 2.1 以光伏电站建设为主、光伏设备制造为辅的民营龙头

2011 年公司全面进军光伏电池组件及光伏电站市场，收购江苏腾晖电力科技有限公司 51% 股权。自 2012 年以后，在光伏业务板块，公司就明确并坚持以光伏电站开发建设为主、光伏组件销售为辅的经营策略。对于纯组件销售，公司只对盈利空间相对较好的订单才予以承接，大力拓展光伏电站建设，形成光伏电站开发、建设、转让的盈利模式。在国内电站领域公司采取自行申请获批开发指标、总包建设然后再出售的模式；在国外电站则通过收购成熟电站开发指标，EPC 采取外包的模式，建成后再出售的业务模式。公司通过电站开发一方面消化了部分产能，避免了部分低价订单的销售，另一方面通过电站开发建设，拓展了盈利空间，在光伏行业不景气的环境下，公司获得了较好的盈利。

#### 2.1.1 2016 光伏电站投建规模全国第一，2017 发力成就光伏扶贫龙头

在地面集中式商业光伏电站方面，2012 年-2015 年呈良好发展态势，2016 年受并网指标影响未能确认收入，2017 年上半年收入确认情况明显改善。2012 年甘肃、青海等光伏电站 120MW 实现转让。2013 年实现新疆、青海等地光伏电站 315MW 成功转让。2014 年国内外共完成 391MW 光伏电站的并网销售。2015 年取得备案并开发建设 1.285GW 电站，实现电站转让 686MW。2016 年取得光伏电站建设指标并开工建设超过 500MW，但主要受光伏电站并网指标延迟核准发放，并网进度滞后，未能及时完全达到转让确认条件的的影响，全年仅实现 90MW 光伏电站的转让销售收入确认。2017 年上半年实现电站转让 120MW，较去年有明显改善。

在光伏扶贫方面，2017 年国家能源局发布文件（国能发新能【2017】31 号）《国家能源局关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》中明确：分布式光伏发电项目、村级扶贫光伏电站不受建设规模的限制。当年公司即积极响应国家号召，在中利万农“智能光伏+科技农业”创新项目的基础上，按照产

业扶贫基本要求，以分布式、标准化、可复制的原则，进一步创新了“贫困村光伏农场”包县脱贫项目，为贫困县每个贫困村提供了“光伏+农业+就业”叠加收益的精准脱贫，被国务院扶贫办认可为村级扶贫农场重点推广项目。公司目标将为 200 个贫困县（约 20000 个贫困村）建设贫困村光伏农场，公司总承建 EPC 和以后 25 年运维的商业模式，贫困光伏农场产权归属贫困县政府所有。截止至 2017 上半年，公司累计已与 49 个贫困县签订了包县光伏脱贫协议，开工建设 18 个县，“6.30”之前已完成 323.36WM 可并网容量，并网 12 个县。按此比例估算，2017 年上半年公司已并网扶贫光伏电站容量至少为  $323.36 \times 12 / 18 = 216\text{MW}$ 。2017 上半年，电站转让实现毛利 27,187 万元，占公司同期总毛利的 21.02%。当前公司的光伏电站业务从主要地面集中式商业电站战略转型延伸到扶贫光伏电站（分布式电站形式）提供了坚强有力的政策支持和业绩支撑。

图表12. 智能光伏+科技农业（特色种养殖、光伏大棚、渔光互补）

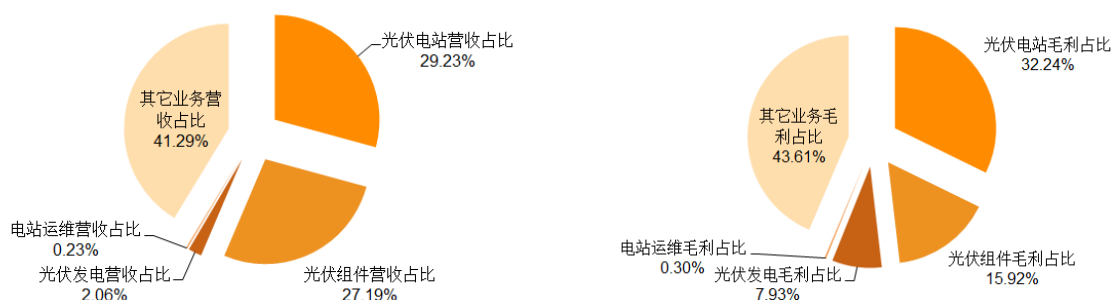


资料来源：搜狐财经、光伏头条、广证恒生

根据公司网站公布，至 2016 年底公司累计投资建成光伏电站已达 4GW 以上，为国内光伏电站投资建设规模最大，为公司提供稳定的高毛利电费收入现金流，2017 年上半年贡献 7.93% 的毛利。

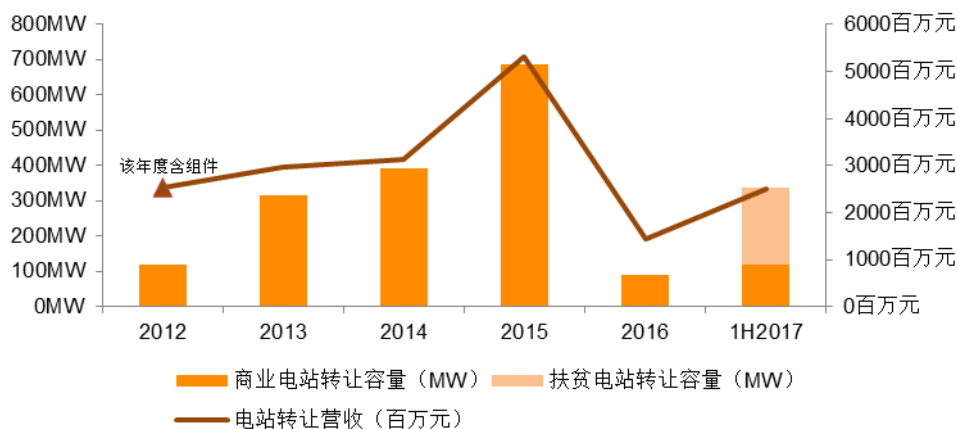
2017 上半年公司响应中央政策大力发展光伏扶贫电站业务，使得 2017 年上半年整体光伏电站转让收入达 25 亿元，同比增长 100%，远超往年上半年的光伏电站转让收入，达到公司光伏电站转让营收最高年份 2015 年全年的 47%。2017 年上半年光伏电站转让营收确认的态势良好，我们预计下半年该良好态势有望延续。虽然 2017 年上半年光伏电站转让毛利率较 2016 年同期降低了 2 个百分点，但受益于该部分营收较去年大幅增长，光伏电站转让毛利贡献率从 2016 年的 11% 上升至 32%。

图表13. 1H2017 光伏行业各项产品营业收入占比和毛利占比



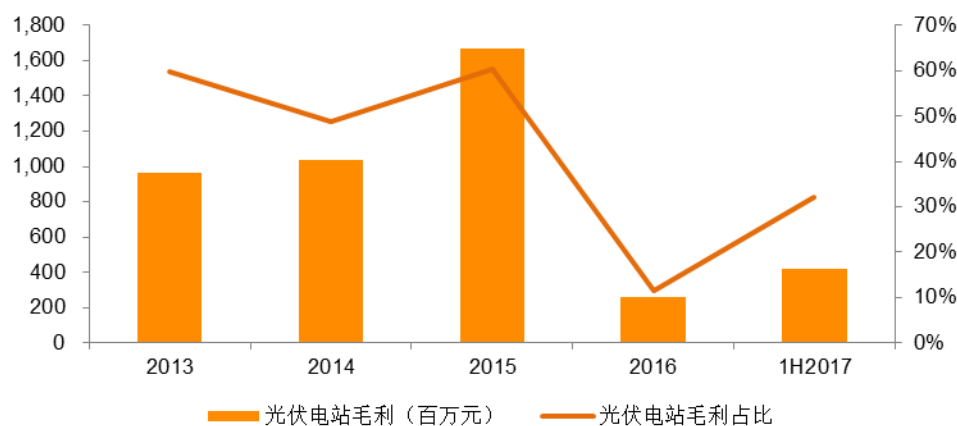
资料来源：公司中报、广证恒生

图表14. 光伏电站转让容量（单位：MW）和营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司年报中报、广证恒生

图表15. 光伏电站转让毛利（单位：百万元）、光伏电站转让毛利占总毛利占比



资料来源：公司年报中报、广证恒生

同时根据 2017 年中报披露，2017 年下半年公司需确保签订 150 个贫困县的包县脱贫协议，开工建设 100 个县，确保 50 个县并网，最低不少于 40 个县并网发电。按每个贫困县建设光伏电站容量 25MW 计算，预计 2017 年下半年公司将有不低于 1.2GW 光伏扶贫电站并网发电，加上上半年已并网的容量约 216MW，全年公司预计并网光伏扶贫 1.416GW。另外，根据扶贫办调查显示，适合光伏扶贫的贫困村数量有 5 万个，因此村级光伏扶贫总容量约 15GW。预计十三五内完成全部光伏扶贫项目，由于第一批光伏扶贫项目于 2016 年 10 月才发布，因此村级光伏电站实际到 2017-2020 年才能陆续开工并网，我们预估十三五期间每年平均建设保底容量至少为约 3.75GW 光伏扶贫电站。考虑集中式电站指标部分划拨给扶贫，今年能实现并网的扶贫项目不超过 6.2GW。中利集团 2017 年预计并网扶贫光伏占了当年全国光伏扶贫电站建设总量的 23%，其光伏扶贫市场份额在我们已经了解到的上市公司中是最大的，当属光伏扶贫的龙头公司。

图表16. 2017 年公司光伏扶贫电站市场份额预计占当年全国光伏扶贫总量 23%



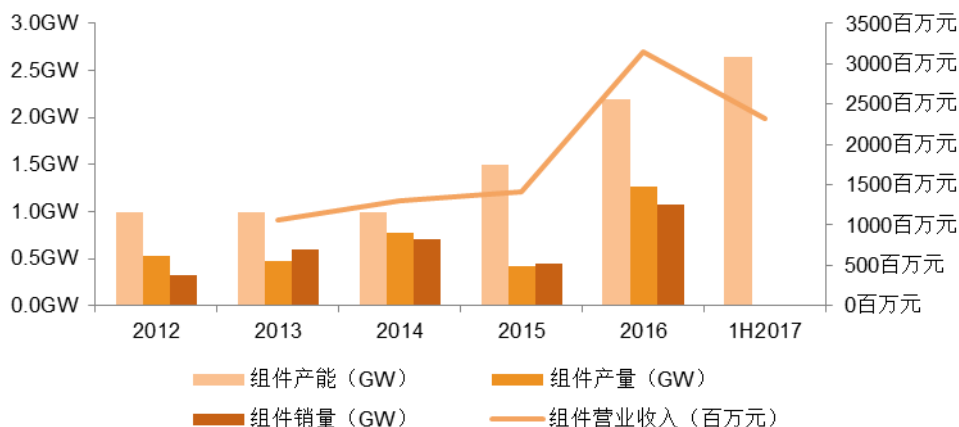
资料来源：公开资料、公司中报、广证恒生

## 2.1.2 光伏组件产能全球前十，国内光伏企业唯一获欧洲 VDE 权威认证

回顾公司光伏产品生产历程，2011 年公司初入光伏行业时，光伏电池片及组件产能各 1GW。2015 年，公司光伏电池片产量 1GW、产能利用率 83.5%，组件产量 1.18MW、产能利用率 78%，推算得出 2015 年光伏电池片产能 1.2GW、组件产能 1.5GW。2015 年底公司一期 500MW 光伏电池片、500MW 光伏组件在泰中罗勇工业园区正式投产，2016 年公司电池片产能达到 1.75GW，产能利用率为 86%，组件产能 2.2GW，产能利用率为 77%。2016 年全球主要电池片、组件生产企业按产能排名，中利集团全资子公司苏州腾晖组件产能排名全球第十、国内第八。公司网站披露，2017 年 12 月公司光伏电池片产能或达到约 4GW，组件产能达到约 5GW。

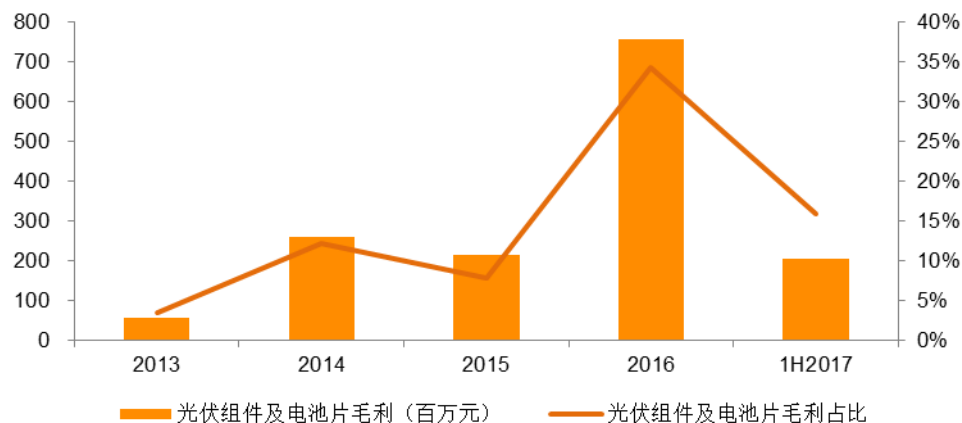
公司光伏组件营收伴随公司产能的增长逐年上升，2017 年上半年组件营收达到 23 亿元，同比增长 51%。收扩展影响，组件毛利率有所下滑，上半年毛利率仅为 8.84%，较去年同期下滑 5.4 个百分点，毛利 2 亿元，同比微降 5.75%，占比从 2016 年的 34%下滑到 16%。

图表17. 光伏组件产能、产量、销量（单位：GW）和营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司年报中报、广证恒生

图表18. 光伏组件及电池片转让毛利（单位：百万元）、光伏组件及电池片毛利占总毛利占比

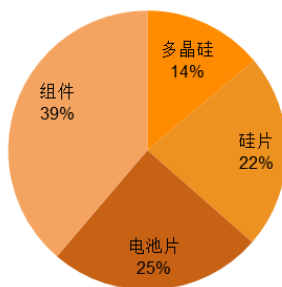


资料来源：公司年报中报、广证恒生

公司全部引进意大利、德国、日本等目前世界最先进的全自动电池片、组件生产线。公司光伏组件通过了德国 TÜV SÜD 认证、德国 TÜV Rheinland 认证、德国 VDE 认证、德国 VDE Quality Test、英国 BSI MCS 认证、美国 UL 认证、加拿大 CSA 认证、美国加州 CEC(CA)listed 认证、巴西 Inmetro 认证、欧洲 SGS REACH 认证、欧洲 SGS CE 认证、日本 JPEC 认证、澳大利亚 CEC 列名认证、以色列 SHI 认证、PV CYCLE 认证、美国 Panfile 认证、和中国金太阳等认证。中利腾晖（现名：苏州腾晖）为国内首家获得 VDE 生产现场全监控新标准认证企业，也是国内光伏企业中唯一一家。更值得一提的是，VDE 作为一个国际认可的电子电器及其零部件安全测试及出证机构，在许多国家，VDE 认证标志甚至比本国的认证标志更加出名，尤其被进出口商认可和看重。

通过公司披露的销售情况可以分析得出，公司的光伏电池片产品均用于自制组件，自制组件则一部分用于自建电站，一部分对外销售。公司通过控制制造环节增值部分占组件价格 50% 以上的电池片和组件生产两个环节，有效控制组件生产成本，赚取光伏组件生产产业链条上的大多数利润。同时光伏组件成本占光伏电站建设成本的 50% 以上，利用自制组件的成本优势，有利于降低光伏电站的建设成本，为公司电站项目赢得更大利润空间的同时，也可以保证供应组件质量和货期。

图19. 光伏组件制造各环节增值部分在光伏组件售价中占比



资料来源：公司年报中报、广证恒生

## 2.2 通信线缆向上下游高毛利产品衍生，增强公司盈利能力

### 2.2.1 阻燃耐火电缆行业龙头，光缆行业实力居前，向高毛利光棒扩产发力

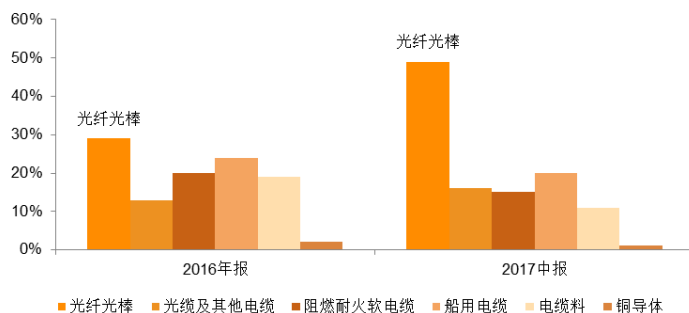
90 年代初，中利集团首创国内第一根阻燃耐火软电缆。经过 20 多年的发展，公司以“阻燃耐火软电缆”单品为突破，顺应市场的发展，产品经营范围已扩大至通信电缆、船用电缆、矿用电线、铁路及轨道交通用电缆、电力电缆、新能源电缆、光缆等市场。公司荣获由中国电器工业协会电线电缆分会及线缆信息研究院颁发的“2017 年中国线缆行业最具竞争力企业 10 强”称号。在阻燃耐火电缆方面，公司参与了《通用电源用阻燃耐火软电缆》和《电动汽车传导充电系统用电线技术规范》的起草，是特种阻燃耐火软电缆行业中的龙头企业，在细分行业中市场占有率第一。在光缆方面，公司年产能 1000 万芯公里，综合



实力位居行业前列，是三大运营商的主流供应商，在广电、铁路、军队、公路、电力等市场均为前列供应商。同时，公司拥有电缆料年产能 40 万吨，铜导体年产能 4.5 万吨，船用电缆年产能达 15 万公里。

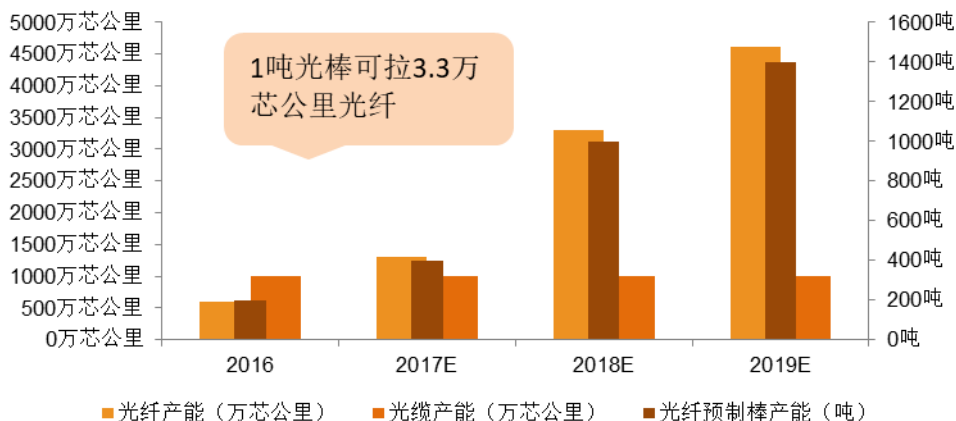
随着“光纤到户”、“宽带中国”等相关政策的推进，并受益于 4G、宽带、数据中心及 5G 的建设，国内光纤供应紧张。中移动的需求占中国市场需求超过 50%，为争夺光缆优先供货权，2017 年 4 月中移动首批 1249.22 万公里芯招标取消了往年的最高限价限制，市场产能紧张之程度可见一斑。光纤预制棒和光纤是用于生产光缆的关键材料，根据公开资料显示，我国光纤预制棒需求占全球的 60%，而我国的光纤预制棒产能仅占全球的 50%。其原因主要是由于国内生产光缆所用的光纤预制棒生产存在一定的技术壁垒，也因此光纤预制棒和光纤毛利率近 50%，远高于只有 16% 的光缆毛利率。公司于 2013 年引进了美国、日本等世界最先进的技术装备和工艺技术，投资建设青海中利一期 200 吨光纤预制棒 600 万芯公里光纤项目，并于 2015 年投产。2016 年，一期项目产能利用率稳定在 80%，光纤合格率超 90%，当年公司启动青海中利二期 200 吨光纤预制棒项目，在 2017 年 4 月底正式投入试生产，同时光纤产能达到 1300 万芯公里。2017 年 9 月，公司开工建设三期扩产 1000 吨光纤预制棒项目，预计 2018 年下半年首批 600 吨开始逐步投产、2019 年上半年第二批 400 吨投产。

图表20. 光纤光棒毛利率远高于其它线缆产品毛利率



资料来源：公司公告、公开资料、广证恒生

图表21. 公司产能光纤预制棒（单位：吨）、光纤（单位：万芯公里）、光缆（单位：万芯公里）



资料来源：公司公告、公开资料、广证恒生

根据 WIND 可查到的国家统计局公布数据，2016 年全国光纤产量 3.3 亿芯公里，2017 年前 10 个月全国光纤产量 3.0 亿芯公里，同比增长 11%。公司 2017 年光纤产能预计可达 1300 万芯公里，按公开资料统计的 2016 年主要光纤生产厂商产能，上市公司前六名产能占全国产能的 60%，2017 年公司扩产后光纤产能超过 2016 年排名全国第六的厂商。

根据 2017 年前 10 月光纤产量同比增速计算，2017 年我国光纤总需求约为 3.63 亿芯公里，按照 3.3 万芯公里光纤需要消耗 1 吨光纤预制棒的比例，对应光纤预制棒需求约 11000 吨。供应方面据统计，2017 年底国内产能达到约 7900 吨，全年国内供应缺口预计超过 40%，光纤预制棒一棒难求。2017 年公司扩产后光纤预制棒产能将在国内升至第七名。



图表22. 2016 年我国主要光纤厂商产能（单位：万芯公里）

公司	2016年光纤产能 (单位：万芯公里)	2016年市场份额
长飞光纤	5600	17%
亨通光电	5000	15%
烽火通信	3000	9%
富通集团	2500	8%
中天科技	2200+1000在建	7%
通鼎互联	1000	3%
前六名厂商合计	19300+1000在建	58%
中利集团	600+700在建	2%
2016年全国光纤产量	33000	100%

资料来源：公司公告、公开资料、广证恒生

图表23. 2017 年我国主要光纤预制棒厂商产能（单位：吨）

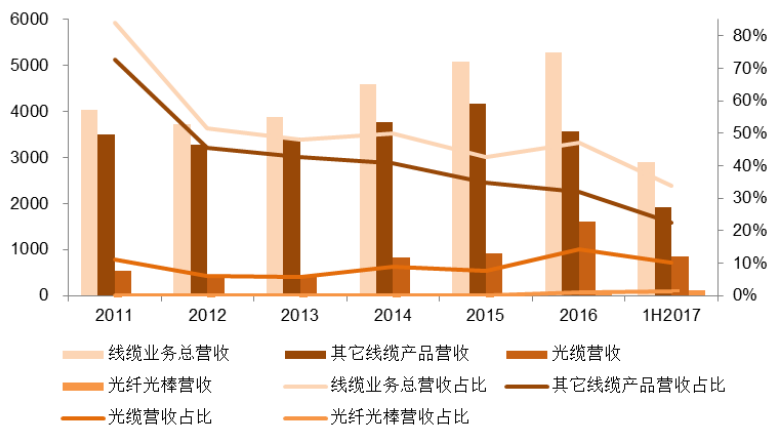
公司	预计2017年底光纤预制棒产能 (单位：吨)	2017年市场份额
长飞光纤	2300	29%
亨通光电	1500	19%
中天科技	1200	15%
富通集团	800	10%
烽火通信	800	10%
康宁海南	700	9%
法尔胜	400	5%
通鼎互联	200	3%
中利集团	400	5%
2017年底全国产能	7900	100%

资料来源：公司公告、公开资料、广证恒生

2011 年至-2016 年，公司线缆业务总营收逐年稳步上升，6 年间从 40.26 亿元上升至 52.89 亿元，年复合增长率为 5.6%。2016 年阻燃耐火软电缆营收虽较上年下滑 5.41 亿元，但同期光缆及其他电缆营收上涨 6.77 亿元，使得当年线缆业务总营收还实现 2 亿元的增长，较上年增长 4%。2011 年至 2016 年，公司线缆业务毛利亦逐年上升，从 4.82 亿元上升至 7.81 亿元，年复合增长率为 10.13%。线缆业务毛利占比稳定在 35%左右。可见，线缆业务作为公司的传统优势业务，长期以来为公司提供了稳定的营收和毛利。

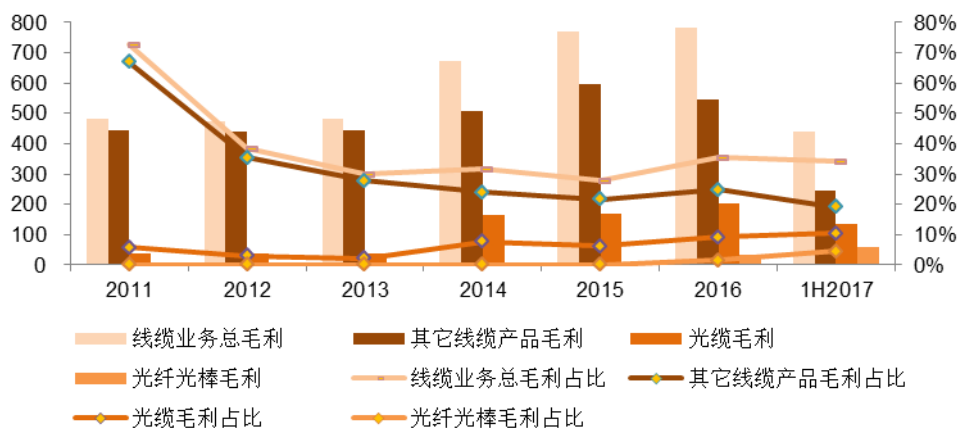
光棒及光纤作为公司的高毛利产品，毛利率高达 48.77%，2017 年上半年为公司提供了 4.6%的毛利，较 2016 年提升了超过 3 个百分点，增长势头强劲，随着产能的提升，以及行业景气度的延续，我们预计未来 2 年光棒及光纤产品会为公司提供更多的利润。

图表24. 线缆业务各产品营收（单位：百万元）、线缆业务各产品营收占总营收比例



资料来源：公司年报、广证恒生

图表25. 线缆业务各产品毛利（单位：百万元）、线缆业务各产品毛利占总毛利比例



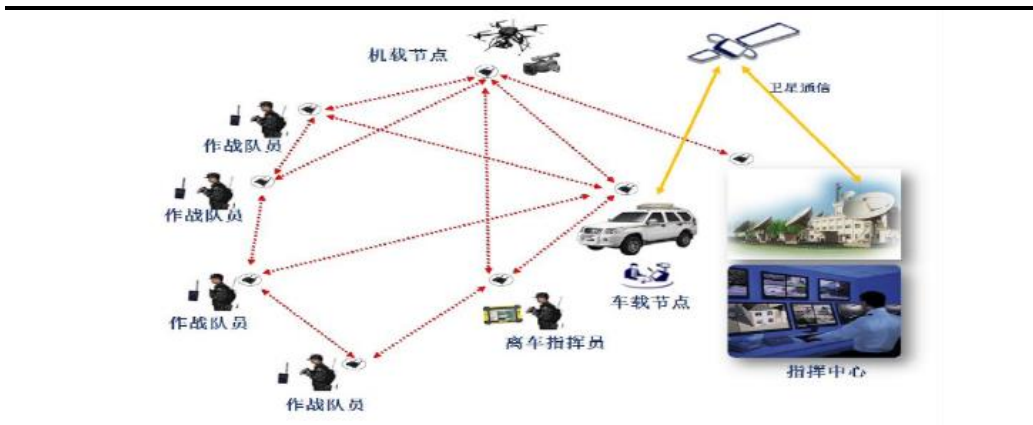
资料来源：公司年报、广证恒生

## 2.2.2 通信产品向军工延伸，成立 3 年即贡献 9%毛利

2015 年，中国宣布裁军 30 万，同年发布的《中国军事战略白皮书》中“将军事斗争准备基点放在打赢信息化局部战争上”的战略方略上，在这一要求下，老旧装备的换装换代必然逐年加大投入，军事装备面临整体性能升级和信息化改造的要求。在中央大力推行的军民融合的国家战略支持下，富有创造力和生命力的民企打开了一片新的市场。公司生产的特种通讯设备，尤其是智能自组网设备在此过程中获益。同时随着物联网应用的兴起，公司智能自组网设备也将在民用领域迎来又一发展机遇。

自组网技术是指一种将移动通信技术和网络技术结合而成的网络技术。自组网信息的交换主要采取计算机网络的分组交换的机制，其用户的终端可以移动，是一种每台单价在 10 万元-60 万元不等的便携式影音通信终端。自组网中的每一个用户终端都具备路由器与主机两大性能，网络直径目前可以达 30 公里。自组网属于移动计算机通信网络，但自组网本身是没有中心的分布形式，如此，其最大的特色就是无基站作依托。因此智能自组网具备快速组网、自动愈合、结构灵活等特性，能广泛应用于军用通信、应急救援、无线城市监控和无线传感器网络等场景。

图表26. 自组网工作示意图-各移动节点间可自组网络，无需基站支持

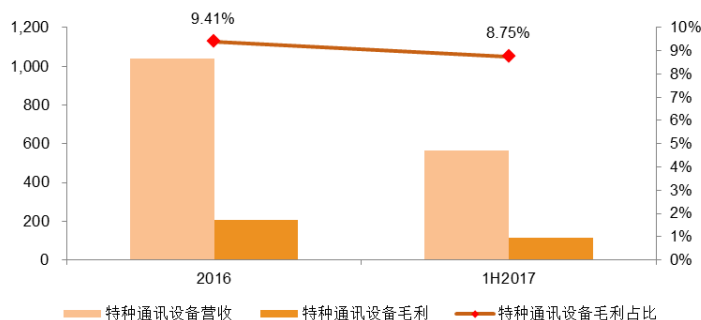
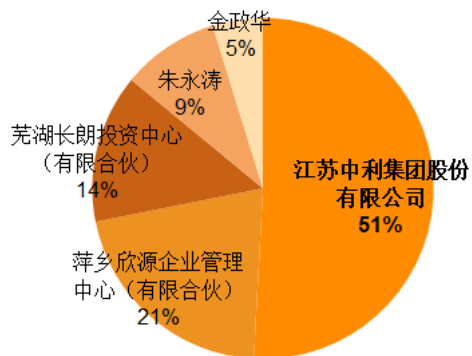


资料来源：网络、广证恒生

中利集团参股公司江苏中利电子信息科技有限公司（以下简称“中利电子”）成立于 2013 年，中利集团拥有中利电子 51% 的股权。公司成立后采用边使用边改型的小规模生产、研发的方式，智能通讯自组网设备是国内首家供货单位，成立 3 年后就为公司贡献了 9% 左右的毛利。2017 年上半年，公司取得了武器装备质量管理体系认证（GJB9001B-2009），特种通讯设备业务从智能自主网产品生产延伸到枪支定位、事故预警等多方向技术运用的转变，提供了良好的业绩保障。

图表27. 中利电子股权结构

图表28. 特种通讯设备营收、毛利（单位：百万元）和毛利占总毛利占比



资料来源：上市公司年报、广证恒生

资料来源：上市公司年报中报、广证恒生

公司智能自组网设备附加价值高、市场前景广阔，具备成为公司新增长极的潜力，而目前公司仅拥有自组网生产子公司中利电子 51% 的股份。公司完全可以通过收购剩余 49% 的股份，使自组网产品归母利润达到翻番的效果。我们预期 2017 年下半年以自组网设备为代表的特种通讯设备营收维持上半年水平，2017 年全年营收 7.5 亿元，毛利 2.2 亿元，同比增长 9%，2018 年全年营收 12 亿元，毛利 3.6 亿元，均同比增长 50%。

## 3. 领跑扶贫光伏，业绩集中释放

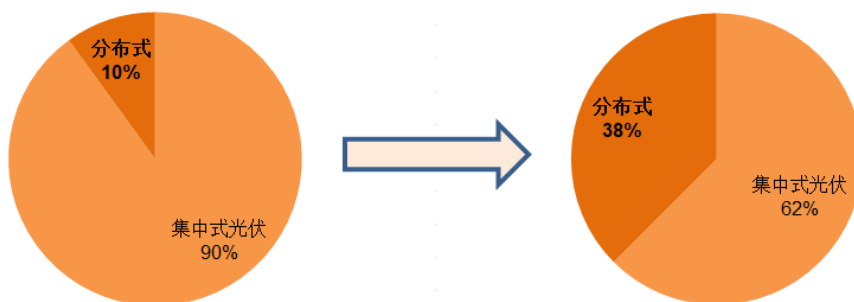
### 3.1 十三五光伏市场扶贫项目至少占 23.5%，且最具确定性

受到 2017 年底分布式光伏补贴将大概率首次进行调降的影响，2017 年市场出现了分布式光伏项目的抢装潮。根据市场公开数据，2017 年前三季度全国合计并网光伏 42GW，同比增长 62%，其中分布式光伏 15GW，同比增长 400%，集中式光伏 27GW，同比增长 23%。分布式光伏仅第三季一个季度就新增了 8GW。

图表29. 2017 年前三季度和 2016 年前三季度光伏新增装机比例变化

2016年前三季度26GW

2017年前三季度42GW



资料来源：公开资料、广证恒生

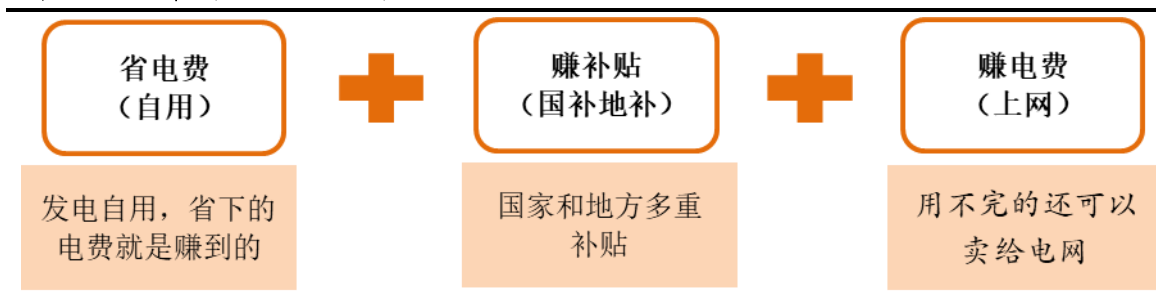
分布式光伏市场主要分为工商业、居民、农村三大块。工商业光伏市场，主要是针对运用在工业园、科技园，学校、酒店等建筑或厂房的屋顶安装光伏发电系统的项目。

工商业光伏项目具有以下特点：①屋顶面积大，安装容量大；②工商业屋顶一般远离住宅区，四周遮挡较少，采光较好，发电效率高；③降温隔热效果好；④用电负荷大、稳定，且用电负荷曲线与光伏出力特点相匹配，可实现自发自用为主；⑤工商业电价高，自发自用的经济效益高。

农村光伏项目具有以下特点：①光伏、农业结合程度高；②光伏扶贫政府支持力度大，建设用地易协调；③建设用地面积可观，安装容量大。

居民光伏项目相比而言，缺点较多，体现在：城市屋顶产权不明晰、异型屋顶多、屋顶面积小、安装容量小、用电负荷曲线与光伏项目出力曲线不相符、施工难度大、建设和运维成本高等。

图表30. 分布式光伏盈利模式



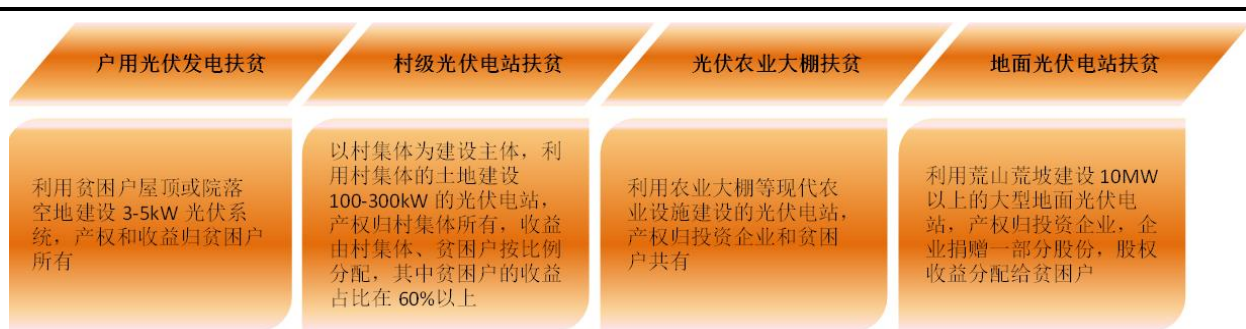
资料来源：公开资料、广证恒生

我们预计，随着分布式光伏补贴调降政策的落地，2018年分布式光伏三个细分市场中的工商业光伏和居民光伏需求将会出现一定程度的下滑。但对于农村光伏市场，国家十三五完成脱贫攻坚任务的决心坚不可摧，光伏扶贫作为国家十大精准扶贫之一，有国家明确表态支持，银行响应政策提供的资金支持，使光伏扶贫成为了光伏市场的一个香饽饽。为了解决困扰农村光伏发展的并网难题，2016年2月国务院常务会议决定，实施新一轮农村电网改造升级工程。据悉，南方电网计划在十三五期间投资1300亿元用于农网改造升级，国家电网则计划总投资5222亿元，到2020年实现公司经营区内农村地区稳定可靠的供电服务全覆盖。我们曾在行业专题报告《2018，光伏制造面临大变，高毛利企业占据主动》中测算过，2017-2020年间村级光伏扶贫项目每年平均建设约为3.75GW，集中式指标中近半划拨为光伏扶贫项目，每年约8GW按每年全国新增约50GW光伏装机的速度计算，未来3年光伏扶贫市场的占比至少23.5%。

### 3.2 设备生产企业承接光伏扶贫具优势，绿色通道保回款

目前光伏扶贫项目类型主要有户用光伏发电扶贫、村级光伏电站扶贫、光伏农业大棚扶贫和地面光伏电站扶贫4种。按出资方的不同，光伏扶贫项目有8种融资模式。当前光伏扶贫项目还主要以政府出资为主，我们认为在分布式光伏补贴下调的背景下，具备光伏设备生产能力的承建企业能够有效控制光伏电站的建设成本，具备更强的竞争力，更能在光伏扶贫项目中创造贫困户和企业共赢的局面。

图表31. 光伏扶贫项目类型



资料来源：公开资料、广证恒生

图表32. 光伏扶贫项目融资模式

出资方	模式
中央、地方财政	政府全额出资
	PPP模式
中央、地方、企业不同比例	扶贫资金+地方财政资金+企业垫付模式
	扶贫资金(70~80%)+企业投资模式
	企业捐赠模式
除政府、企业外, 农户贷款	扶贫资金(60~70%)+农户贷款模式
	扶贫资金(少部分)+农户贷款(90~95%)模式
	县政府1/3+光伏企业1/3+农户贷款1/3模式

资料来源: 公开资料、广证恒生

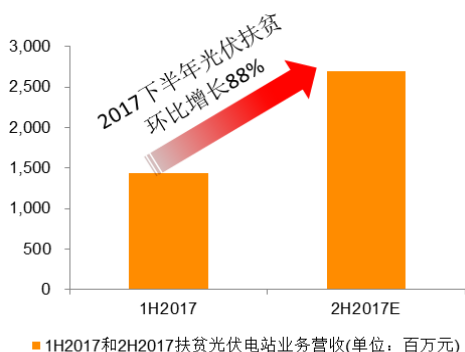
根据国能新能[2016]280号《国家能源局 国务院扶贫办关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》的要求, 省级发改委、国家开发银行、中国农业发展银行、国家电网、南方电网等相关单位均需加快办理已批复光伏扶贫项目的相关手续。此举为光伏扶贫项目疏通了光伏项目的备案、上网批复、融资三道大门, 充分保障了光伏扶贫项目的工程回款。

### 3.3 提前布局光伏扶贫, 下半年业务营收增长近 90%

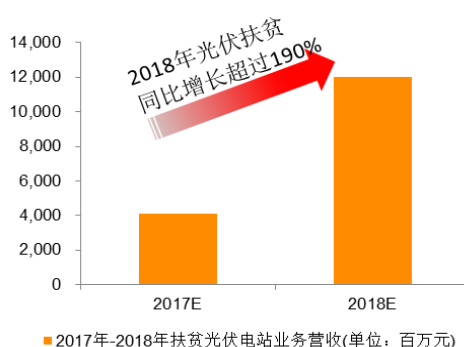
截止至 2017 上半年, 公司累计已与 49 个贫困县签订了包县光伏脱贫协议, 开工建设 18 个县, “6.30”之前已完成 323.36WM 可并网容量, 并网 12 个县。按此比例估算, 2017 年上半年公司已并网扶贫光伏电站容量至少为  $323.36 \times 12 / 18 = 216\text{MW}$ , 转让单价约为 6.6 元/W, 基本符合市场价格。2017 上半年, 光伏扶贫电站实现毛利 27,187 万元, 占公司同期总毛利的 21.02%, 为公司光伏电站业务从主要地面集中式商业电站战略转型延伸到扶贫光伏电站(分布式电站形式)提供了坚强有力的政策支持和业绩支撑。

根据 2017 年中报披露, 2017 年下半年公司需确保签订 150 个贫困县的包县脱贫协议, 开工建设 100 个县, 确保 50 个县并网, 最低不少于 40 个县并网发电。按每个贫困县建设光伏电站容量 30MW, 预计 2017 年下半年公司将有不低于 1.2GW 扶贫光伏电站并网发电, 我们预计其中约 25% 可以确认收入, 加上上半年余下未确认收入的 108MW 下半年确认收入, 下半年共有约 408MW 光伏扶贫可确认收入, 根据上一段测算的 6.6 元/W 转让单价, 2017 年下半年光伏扶贫电站将为公司提供约 27 亿元营业收入, 环比增长 88%, 2017 年全年光伏扶贫电站转让约 600MW, 预计实现营业收入 41 亿。我们预计, 2018 年公司光伏扶贫电站转让速度将较 2017 年下半年翻一番, 全年光伏扶贫电站转让将实现 120 亿元营收, 同比增长 191%。

图表33. 1H2017 和 2H2017 光伏扶贫项目营收(单位: 百万元)



图表34. 2017-2018 年光伏扶贫项目营收(单位: 百万元)



资料来源: 上市公司年报、广证恒生

资料来源: WIND、上市公司年报、广证恒生

### 3.4 光伏业绩释放, 营收增长翻番, 明年保持高速增长

在商业光伏电站转让方面, 2017 年下半年市场热点集中在分布式光伏, 且考虑到公司下半年光伏扶贫电站建设规模急剧扩张, 因此我们推测 2017 年全年公司商业光伏电站可实现 200MW 转让收入确认, 全年实现营收 14 亿元。到了 2018 年, 受“自发自用余电上网”分布式光伏电站上网电价补贴下调小于预期



和硅片组件降价两方面影响，我们预计 2018 年商业光伏电站转让业绩将较 2017 年增长 50%，营收为 21 亿元。综合本文 3.3 所做的光伏扶贫电站转发营收预测，2017 年全年光伏电站转让营收预计为 54 亿元，2018 年营收预计为 141 亿元。

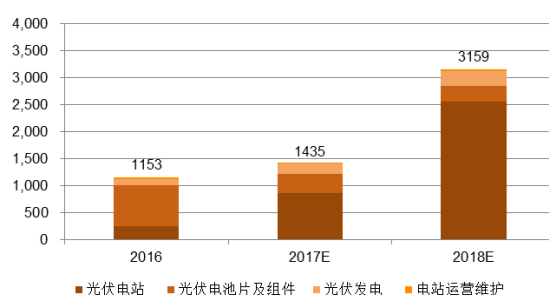
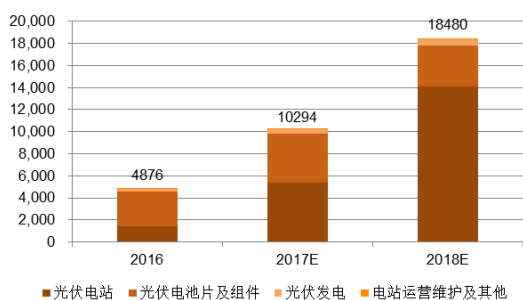
在光伏组件销售方面，市场普遍预期 2018 年分布式光伏补贴将调降，由于光伏电站补贴以并网时间为评判补贴额度的标准，综合考虑光伏电站 3-6 个月的施工周期，光伏组件需求最晚在 2017 年第四季度开始降温，我们曾在行业专题报告《2018，光伏制造面临大变，高毛利企业占据主动》中对 2017 和 2018 的光伏装机做过预测，预计 2017 年装机需求约 50GW，2018 年装机需求约 40GW 减少 20%，因此在对 2017 年下半年光伏组件业绩预测时，在上半年的基础上下调 10%，2017 年全年光伏组件营收预计为 44 亿元，2018 年业绩则在 2017 年上半年的基础上下调 20%，2018 年全年光伏组件营收预计为 37 亿元。

在光伏发电方面，公司 2015 年至今该项业务营收以平均 29%/半年的增速增加，2017 年上半年增速 18%，我们预测未来仍将维持此增速，由此推算 2017 年全年营收为 3.8 亿元，2018 年全年营收为 5.4 亿元。

在电站运营维护方面，公司 2015 年至今该项业务营收同比以平均 43%/半年的增速增长，2014 年-2016 年每年下半年营收与上半年营收之比基本稳定在 4:1~5:1，由此推算 2017 年全年电站运营维护营收为 1 亿元，2018 年为 1.4 亿元。

综上，我们预计公司 2017 年实现光伏电站转让 800MW，光伏板块实现营收 103 亿元，同比增长 111%，毛利 14 亿元，同比增长 24%，2018 年营收 185 亿元，同比增长 80%，毛利 31 亿元，同比增长 120%。

图表35. 2016-2018 年光伏业务营收（单位：百万元） 图表36. 2016-2018 年光伏业务毛利（单位：百万元）



资料来源：上市公司年报、广证恒生

资料来源：上市公司年报、广证恒生

## 4. 两大动力支撑线缆业务平稳增长

现代社会发展离不开信息和能源两大板块，电缆和光缆作为电力和信息的连接件，是智能互联时代和“一带一路”战略沿线国家基础设施建设不可或缺的部分，需求量随着社会发展与日俱增。

我们认为有两大动力支撑电缆行业发展逻辑：动力一、智能互联时代到来，“互联网+”、“5G”、“物联网”、“工业 4.0”的发展对通讯和电力电缆有着庞大的需求；动力二、“一带一路”战略，随着该战略的提出，毫无疑问的拉动了一带一路沿线国家基础建设，而基础设施互联互通是这次战略建设的优先领域。起着信息和电力双重互联互通作用的电缆行业将迎来发展的另一个春天，公司作为阻燃耐火电缆细分领域的龙头公司必将首先获益。

同时，光缆行业以及公司近两年积极进入的光纤光棒行业也受多重因素影响出现拐点，行业景气度直线上升。因素一、上述智能互联时代，通讯领域相较以前更加依赖光缆光纤，对市场需求形成强劲支撑。以 5G 为例，单个基站覆盖的范围因通讯使用更高频段将会变小，因此相同覆盖面积下，5G 的基站数量将会比 4G 更多。且原有 4G 基站并不能改造为 5G 基站，只能全部新建。据 Fiber Broadband Association 预计，5G 的光纤用量将比 4G 多 16 倍，考虑到我国 4G 基站的密度已经很高了，因而预计我国 5G 光纤用量将会是 4G 的 2~3 倍。因素二、2015 年商务部对美日进口光纤预制棒征收反倾销税导致国内供应紧缺，推动光纤光缆价格增长 15%-30%，2017 年 8 月商务部发布公告，决定对光纤预制棒反倾销措施进行期终复审调查，并建议在 2018 年 8 月调查结束前继续按原征税范围和税率进行征税。

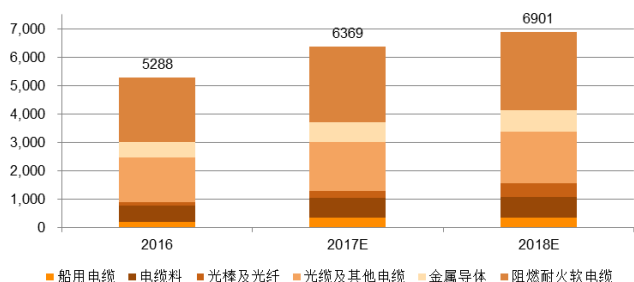
根据公开资料显示，2016 年我国光纤光缆行业市场规模达 1692 亿元，2011 年-2016 年复合增长率达 21.35%。光纤预制棒是产业链中技术壁垒最高的部分，国内可以生产的厂家极少，上市公司中目前仅长飞



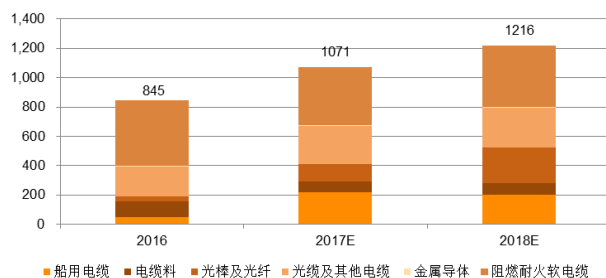
光纤、亨通光电、中天科技、烽火通信(参股预制棒企业)、中利集团、法尔胜、通鼎互联等企业能生产。如 2.2.1 所述,受产能限制,2017 年国内光纤预制棒有超过 40% 缺口,因此当前生产企业的光纤预制棒产品主要是自给,只有少量出售给下游企业。我们认为从量价两方面都将支持 2018 年光纤光棒市场规模增长。公司光纤光棒经过扩产产能翻倍,2018 年光纤预制棒年产能达 400 吨、光纤年产能达 1300 万芯公里。

我们认为公司新增的 1 倍光纤光棒产能在供需紧张的光纤市场中会立即转化为订单和收入。由此预计 2018 年光缆光纤和光纤预制棒收入至少将较 2017 年翻番,将超过 5 亿元,并维持 40% 以上的高毛利率水平。电缆和光缆并无扩产动作,电缆由于原材料紫铜价格自 2017 年底以来不断走高涨幅将近 15%,2018 年很可能延续上涨态势,电缆营收将随电缆调价小幅上升但毛利率或被挤压,光缆受强劲需求拉动价格,预期营收小幅上升并保持现有毛利率。由此,我们预计 2017 年公司线缆业务营收为 63.7 亿元,同比增长 20%,毛利 10.7 亿元,同比增长 26.7%,2018 年公司线缆业务营收 69 亿元,同比增长 8.3%,毛利 12 亿元,同比增长 13.5%。

图表37. 2016-2018 年线缆业务营收(单位:百万元) 图表38. 2016-2018 年线缆业务毛利(单位:百万元)



资料来源:上市公司年报、广证恒生



资料来源:WIND、上市公司年报、广证恒生

数据支持:文思



资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	会计年度	2016	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	19243	23990	34598	<b>营业收入</b>	11292	17928	26866
现金	3075	3340	3351	营业成本	9082	15190	22180
应收账款	6012	9650	14770	营业税金及附加	56	89	134
其它应收款	180	246	229	营业费用	491	643	963
预付账款	1350	621	765	管理费用	989	989	1615
存货	6431	7200	11330	财务费用	525	525	888
其他	2195	2933	4152	资产减值损失	187	201	270
<b>非流动资产</b>	5680	5664	5841	公允价值变动收益	-1	0	0
长期投资	193	215	215	投资净收益	99	61	71
固定资产	3776	3984	4122	<b>营业利润</b>	58	352	887
无形资产	461	514	588	营业外收入	80	71	63
其他	1250	951	916	营业外支出	25	18	19
<b>资产总计</b>	24923	29655	40439	<b>利润总额</b>	113	404	931
<b>流动负债</b>	15233	20011	30025	所得税	21	74	171
短期借款	5647	8021	12548	<b>净利润</b>	92	330	760
应付账款	3957	5242	8269	少数股东损益	18	48	132
其他	5629	6748	9209	<b>归属母公司净利润</b>	74	282	629
<b>非流动负债</b>	3809	3477	3551	EBITDA	829	1253	2026
长期借款	1460	1461	1461	EPS (摊薄)	0.12	0.44	0.98
其他	2349	2016	2089				
<b>负债合计</b>	19043	23488	33576	<b>主要财务比率</b>			
少数股东权益	208	256	388	会计年度	2016	2017E	2018E
股本	641	641	641	<b>成长能力</b>			
资本公积	3332	3332	3332	营业收入增长率	-7.00%	58.80%	49.90%
留存收益	1720	1938	2502	营业利润增长率	-90.70%	504.90%	152.20%
归属母公司股东权益	5660	5911	6475	归属于母公司净利润增长率	-82.10%	280.00%	122.90%
<b>负债和股东权益</b>	24923	29655	40439	<b>获利能力</b>			
				毛利率	19.60%	15.30%	17.40%
<b>现金流量表</b>				净利率	0.80%	1.80%	2.80%
单位:百万元				ROE	1.30%	4.70%	9.70%
会计年度	2016	2017E	2018E	ROIC	2.50%	4.40%	6.10%
<b>经营活动现金流</b>	-1311	-167	-3492	<b>偿债能力</b>			
净利润	92	282	629	资产负债率	76.40%	79.20%	83.00%
折旧摊销	352	329	370	净负债比率	46.60%	43.86%	44.98%
财务费用	525	525	888	流动比率	1.26	1.2	1.15
投资损失	-99	-61	-71	速动比率	0.84	0.84	0.77
营运资金变动	-2385	-1317	-5425	<b>营运能力</b>			
其它	203	75	117	总资产周转率	0.49	0.66	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-562	-301	-445	应收账款周转率	1.73	2.29	2.2
资本支出	-894	-373	-399	应付账款周转率	2.55	3.3	3.28
长期投资	-187	14	-21	<b>每股指标 (元)</b>			
其他	519	58	-26	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.44	0.98
<b>筹资活动现金流</b>	1715	733	3948	每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.04	-0.26	-5.44
短期借款	1959	2374	4527	每股净资产 (最新摊薄)	8.82	9.22	10.1
长期借款	-21	0	0	<b>估值比率</b>			
普通股增加	69	0	0	P/E	121.37	31.94	14.33
资本公积金增加	973	0	0	P/B	1.59	1.52	1.39
其他	-1266	-1641	-579	EV/EBITDA	9.82	13.59	10.82
<b>现金净增加额</b>	-159	265	11				



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。