

完善光伏业务布局，投资电站运营平台

——中利科技（002309）事件点评

2015年01月14日

强烈推荐/维持

中利科技

事件点评

事件：

公司控股子公司中利腾晖计划出资 2.8 亿元，与华北高速、瑞阳投资共同成立光伏电站投资平台公司。三家投资总金额为 10 亿元，其中华北高速、中利腾晖及瑞阳投资分别持股 51%、28%及 20%。

中利新能源（香港）投资公司计划认购联合光伏有条件配发及发行的 1.8 亿股新增股份，总投资 1.8 亿港元，本次增持完成后，中利香港持有联合光伏股份占比从 2.75%增至 6.33%。

点评：

1. 搭建光伏电站运营平台，实现全产业链布局。作为国内光伏电站建设的领军企业，截止 2014 年公司已累计完成光伏电站建设 1.5GW 左右。凭借其强劲的路条获取能力和畅通的电站交割渠道，公司已成为国内光伏电站建设领域内少有的实现大规模光伏电站建设并完成交割的企业之一。然而，从公司对于光伏业务的长远发展布局来看，除了在光伏电池-组件产能、电站建设-交割两大领域外，持有优质光伏电站-运营，是公司未来一段时间内重点开拓的领域之一，实现公司光伏业务涵盖前期开发、投资建设以及后期运维管理的全产业链布局。

此次出资设立光伏电站投资平台公司以及增资联合光伏，是公司在电站运营领域的重要布局。一方面可进一步完善在建光伏电站未来的推出渠道；另一方面，持有优质光伏电站可为公司提供稳定的现金流，为公司在新业务的开拓方面提供有效的资金支持。

2. 光伏电站交割进入常态化，利于公司业绩稳定。进军光伏领域是公司第一次跨越转型的重要布局，在 2010 年收购中利腾晖之时，公司就将光伏业务的发展路径定义为差异化竞争，具体从生产环节和目标客户两个方面去推进。**在生产环节**，公司采用自动化生产线，降低人工成本过亿元，间接提升公司产品毛利率 1-2 个百分点。**对于下游客户**，除挑选优质客户外，公司重点开拓日本、澳大利亚等海外市场，同时，推进国内、外光伏电站建设业务，使公司光伏组件产能利用率维持高位。

以公司入手路条及在建项目进度来看，2015 年公司光伏电站建设

弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480111020051

何昕

010-66554026

he-xin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514050001

交易数据

52 周股价区间（元）	19.85-16.05
总市值（亿元）	112.81
流通市值（亿元）	53.61
总股本/流通 A 股（万股）	56829/27006
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.85

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中利科技（002309）事件点评 - 60MW 路条迎来开门红，中利电子拓展未来空间》2015-01-06
- 2、《中利科技（002309）事件点评：110MW 光伏电站转让、确保公司业绩增长》2014-11-06
- 3、《中利科技（002309）调研报告：电站业务转变新模式，电子业务大马力开进》2014-11-03
- 4、《中利科技（002309）：获得 100MW 电站备案，确保电站业务高增长》2014-07-16

及交割已经进入常态化，可缓解往年光伏电站在四季度集中交割，而导致上半年业绩亏损的问题。预计 2015 年公司光伏电站建设规模达 1GW 左右，其中，分布式光伏电站建设规模约 200-300MW，全年有望完成光伏电站交割 500-600MW。

3. **4G 建设带动公司电缆业务稳步增长。**公司传统电缆及线缆业务随着中移动对于 4G 网络的大规模建设，2014-2015 年下游需求出现一定程度的复苏，作为行业内的领军企业，公司相关产品订单也有所增加。在中移动招标中，公司电力电缆和数据线缆的中标率分别为 37.44%和 21.60%。在新产品方面，公司在高端矿用线缆产品方面已经形成突破、并具备产能，后续有望为公司打开百亿元的进口替代市场，进一步提升公司整体电缆业务的收入规模及盈利水平。

4. **中利电子快速壮大。**作为公司通信业务板块的发展平台，中利电子自成立以来快速成长，2013 年交付订单 1.3 亿元，预计 2014 年订单交付量有望突破 5 亿元。未来公司计划采用轻资产模式加速推进中利电子的发展，着重布局核心部件及总装产能，避免低附加值部件对于公司资源的消耗。

结论：

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。 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 2014-2015 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 34 和 15 倍，给予“强烈推荐”评级。

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。

东兴证券电力设备及新能源团队简介

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。