

2016年08月08日

证券研究报告

深度报告

光伏设备/电源设备/电气设备

中利科技（002309）

——光伏电站龙头，规模效应凸显

投资评级	买入
评级变动	首次评级
总股本	5.72 亿股
流通股本	3.60 亿股
ROE（加权）	9.47%
每股净资产	7.96 元
当前股价	16.33 元
目标股价	25.90 元

注：上述财务数据截止 2015 年年报

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

研究助理：

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系人：

陈一格

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

主要观点：

◆2015 年以来公司业绩快速增长的主要动力来自于营收占比最高的光伏电站业务（建设开发与转让）的快速增长，我们认为未来随着分布式光伏电站的发展以及国家保障性收购划定消纳底线带来的积极政策影响，公司光伏电站业务有望保持高速增长。

◆公司目前是国内光伏电站业务的龙头民营企业，2015 年公司实现电站转让 686MW，创造公司光伏电站转让量历史新高。公司采取 EPC/BT 的快速盈利模式主观原因是为了获取高于持有运营模式的收益率，客观原因是为了缓解资金方面的压力。

◆光电缆业务方面，公司看准了环保、安全、节能等可持续发展观念在这个行业中的逐步应用，定位于中高端产品的研发，延伸发展了光棒、光纤、光缆和铜材、高分子材料、电缆的全产业链。

◆未来公司将围绕现有的光电缆及光伏两大主业，打造“电缆及新材料产业板块”、“光通信产业板块”、“光伏产业板块”、“高端制造电子产业板块”和“互联网新领域产业板块”五大板块。

投资建议：

在国内光伏电站需求保持稳定的前提假设下，随着国内保障性收购的落地实施，我们预测公司2016、2017年EPS分别为1.295、1.718元，对应P/E分别为13.49、10.17倍。以A股光伏设备行业P/E中值34.36倍来看，公司目前的估值仍处于低估状态。考虑到公司光伏建造销售的快销模式的特点，我们首次给予其“买入”的投资评级，以20倍P/E给予其目标价25.9元。

风险提示：应收账款回收风险；光伏电站需求萎缩风险；公司资金需求过大带来的融资压力风险等。

主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	8075.05	9246.07	12139.98	15491.78	19189.91
增长率(%)	27.65%	14.50%	31.30%	27.61%	23.87%
归母净利润(百万元)	173.42	285.58	415.25	740.95	983.35
增长率(%)	-26.53%	64.67%	45.41%	78.43%	32.72%
EPS（元）	0.303	0.499	0.726	1.295	1.718
毛利率	19.87%	22.95%	22.75%	21.86%	21.86%
净资产收益率	6.46%	6.80%	9.12%	14.41%	16.60%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

1 公司基本情况	3
1.1 公司主营业务结构	3
1.2 公司主要财务数据分析	4
2 光伏业务：发挥龙头民营企业优势，进一步提升竞争力	5
2.1 光伏行业市场持续放量增长	5
2.2 公司光伏组件及电池片业务保持稳健增长	6
2.3 光伏电站业务继续领跑国内同行	7
3 光电缆业务：重点发展中高端产品，抓住行业洗牌机遇	18
4 新业务：试水多项新兴业务，多元化打造五大板块	20
5 盈利预测.....	21



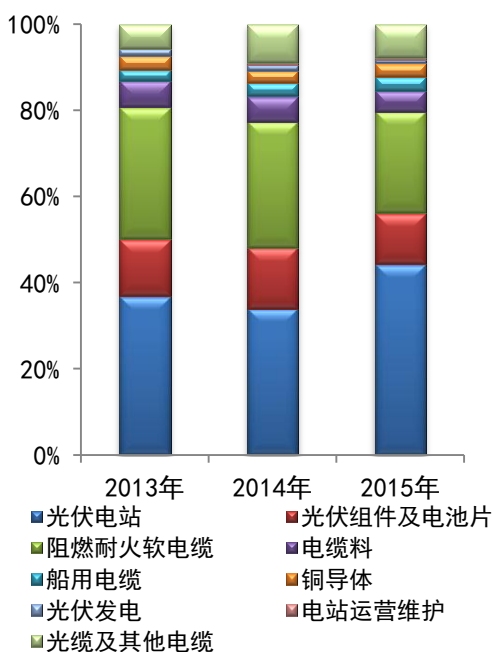
1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

中利科技集团股份有限公司前身为常熟市唐市电缆厂，成立于1988年9月5日，公司于2009年11月27日成功在深交所发行上市，目前年产能已达2GW光伏电池和3GW光伏组件，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，具有全球领先的技术装备和研发能力，是国内光伏行业中唯一通过VDE生产全过程质量认证企业，此外公司率先延伸光伏产业链的发展，截至2015年底累计投资建成光伏电站已达3.6GW以上，目前公司已成为延伸光伏产业链发展的行业龙头企业。2015年公司坚持以线缆、光伏为主营业务，辅以智能自主网通讯设备、增材制造、互联网金融等创新业务进行拓展，继续加大科研投入，加快新产品、新市场的开发，进一步强化内部管理和成本费用控制，在保持与国内、外主要客户业务稳定发展的同时，寻找市场新机遇。

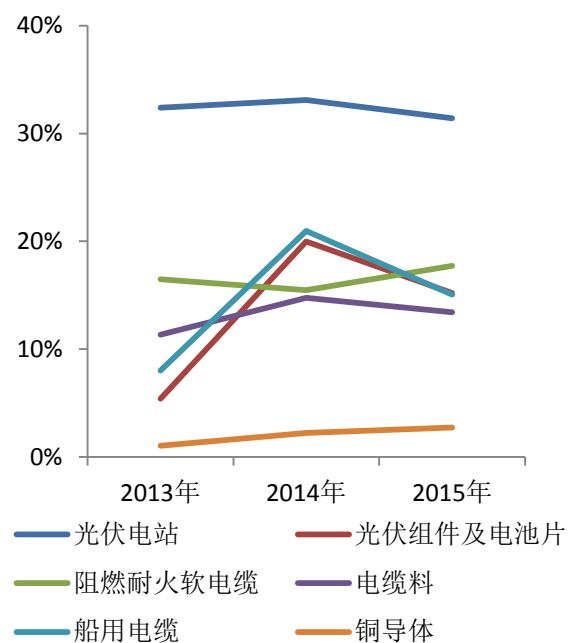
从营业收入构成的情况来看，公司近3年来产品结构没有太大变化，2015年公司的主要产品包括光伏电站（建设开发与转让）占比43.68%、阻燃耐火软电缆占比23.20%、光伏组件及电池片占比11.67%等。从毛利率水平来看，公司光伏电站业务毛利率相对较高且总体稳定在30%以上，光伏组件及电池片和船用电缆业务毛利率有所下降，阻燃耐火软电缆以及电缆料业务毛利率变动不大。

图1：近3年公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图2：近3年公司主要产品毛利率变动情况

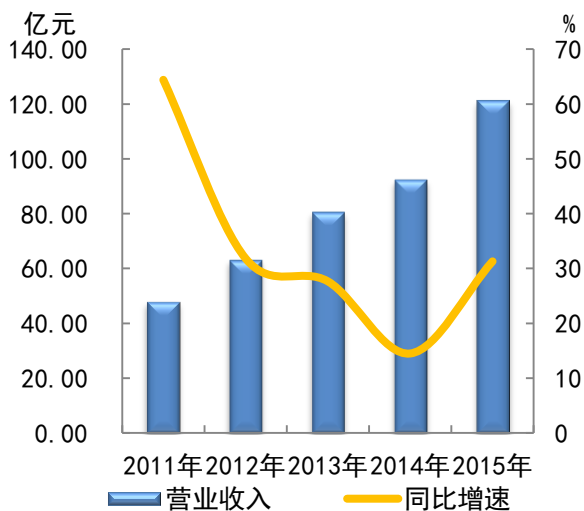


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据分析

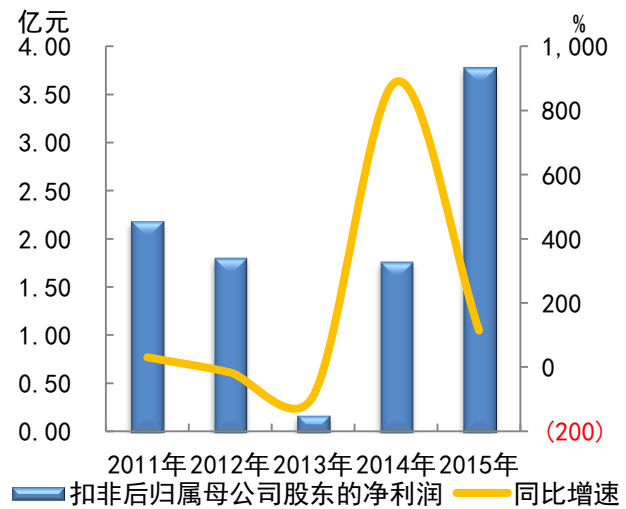
2015 年公司实现营业收入 121.40 亿元，较上年同期增长 31.30%；扣非后归属母公司股东的净利润 3.78 亿元，较上年同期增长 113.76%。综合毛利率为 22.75%，近 5 年保持波动上升的趋势，此外公司的 ROE 水平同比 2014 年也有显著上升。2016 年 1 季度公司业绩继续保持良好运行态势，实现营业收入 26.10 亿元，同比大幅增加 52.52%。2015 年以来公司业绩快速增长的主要动力来自于营收占比最高的光伏电站业务（建设开发与转让）的快速增长，我们认为未来随着分布式光伏电站的发展以及国家保障性收购划定消纳底线带来的积极政策影响，公司光伏电站业务有望保持高速增长。

图 3：近 5 年来公司营业收入及同比增速变动



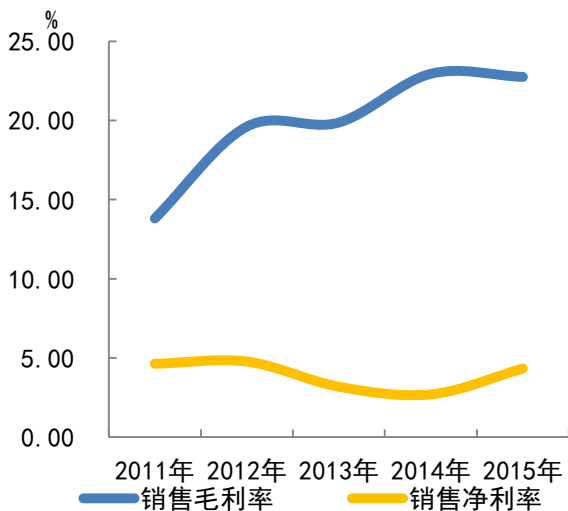
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 4：近 5 年来扣非后归母净利润及同比增速变动



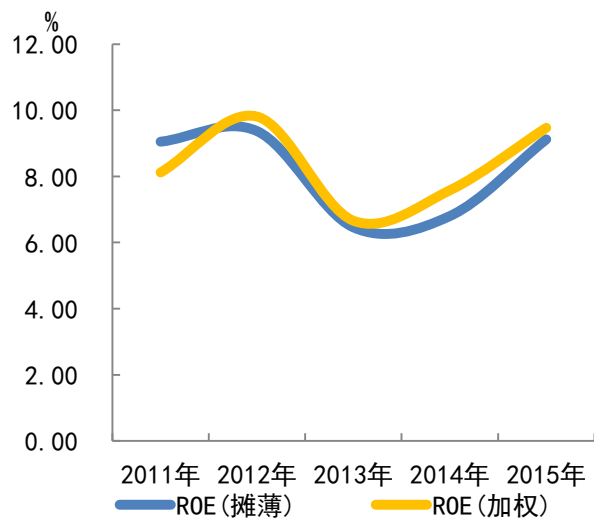
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年来公司销售毛利率与净利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 6：近 5 年来公司净资产收益率变动



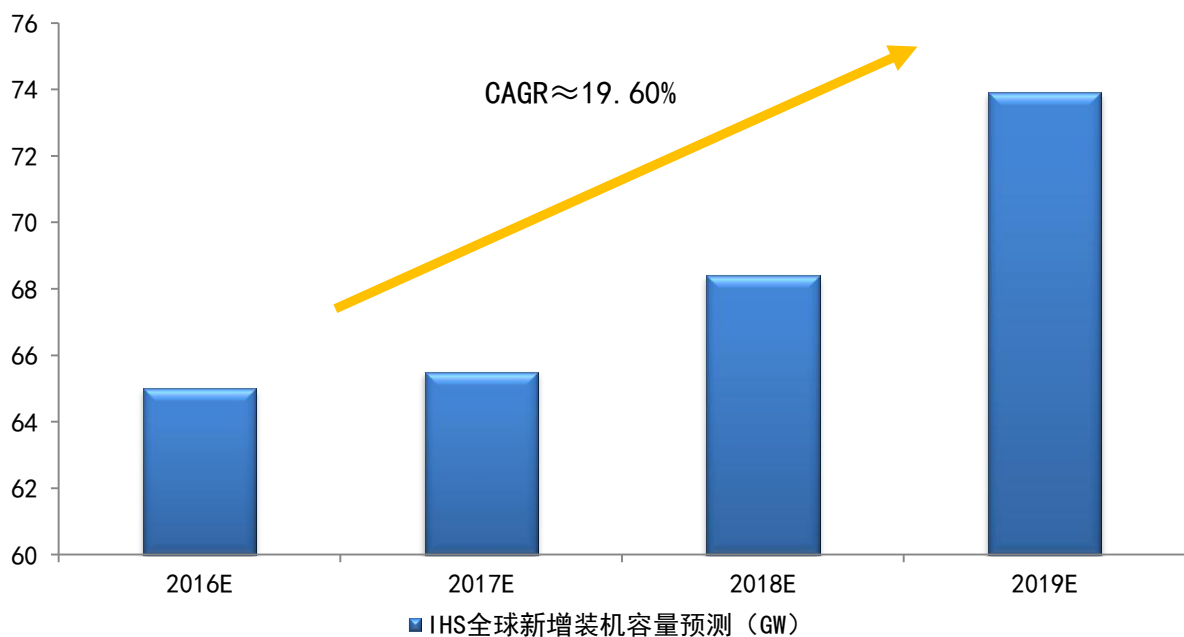
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 光伏业务：发挥龙头民营企业优势，进一步提升竞争力

2.1 光伏行业市场持续放量增长

从全球的发展情况来看，根据 IHS 的数据预测，未来三年内全球将建造约 272GW 光伏电站，我们据此可以计算出 2016 年-2019 年全球累计装机容量的 CAGR 约为 19.60%。如果我们把预测期限拉长，该市场仍然具备充足的发展潜力。IEA 在其发布的能源展望中指出，2050 年，全球光伏累计装机量将达到 4600GW，光伏发电量将占全球 16%，太阳能发电有望成为全球最大的电力源，并预测到 2050 年，光伏发电将占全球所有电源的 16%。

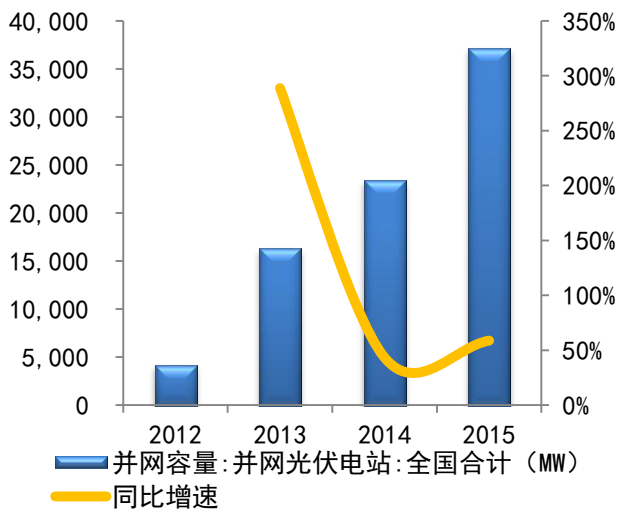
图 7：2016 年-2019 年 IHS 全球装机容量预测（GW）



资料来源：IHS，长城国瑞证券研究所

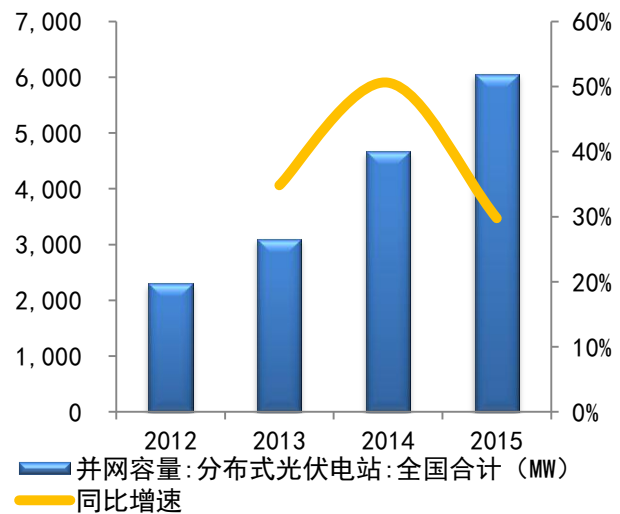
从我国的发展情况来看，2015 年我国光伏新增装机量约 15GW，同比大幅增长 41%，连续三年全球第一，其中集中式光伏电站占比 84%，分布式电站占比 16%。而根据国家能源局 2015 年 12 月下发的《太阳能利用十三五发展规划征求意见稿》指出，“十三五”太阳能光伏装机目标为 150GW，其中包含 70GW 的分布式光伏电站以及 80GW 的集中式光伏电站。目前 2015 年底光伏总装机量仅有 43.18GW，这意味着这 5 年期间的 CAGR 将达到 28.30% 左右，远高于世界平均水平。此外，从并网情况来看，2015 年我国光伏电站并网容量为 37120MW，同比增长 58.77%；分布式光伏电站并网容量为 6060MW，同比增长 29.76%。我们认为，随着 3 月 24 日国家发改委正式印发的《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》出台，我国光伏行业的发展将更加稳健。

图 8：2012-2015 年我国光伏电站并网容量变动



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 9：2012-2015 年我国分布式光伏电站并网容量变动

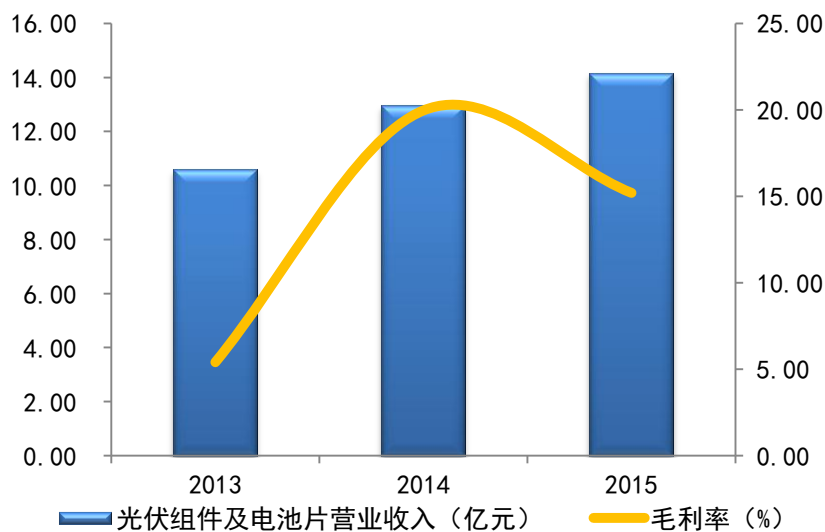


资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

2.2 公司光伏组件及电池片业务保持稳健增长

2015 年公司光伏组件及电池片业务实现营业收入 14.17 亿元，同比增长 9.25%，毛利率 15.20%，略低于行业平均水平，主要原因是 80% 用于公司国内光伏电站建设的配套使用。

图 10：近 3 年来公司光伏组件及电池片业务营业收入及毛利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2015 年公司光伏电池片产量 1002MW，产能利用率 83.5%，组件产量 1176MW，产能利用率 78%。公司未来计划稳步推进市场拓展，通过不断优化产品工艺和项目管理方式提高产品性能以及交付组织能力。我们认为制造端成本的下降以及电池组件转换效率的提高可以对冲 6 月 30 日以后光伏发电标杆电价下调的短期影响，未来两至三年公司光伏组件及电池片业务仍可保持稳定的增长。

2.3 光伏电站业务继续领跑国内同行

2.3.1 公司光伏电站业务规模名列行业前茅

公司目前是国内光伏电站业务的龙头民营企业，2015 年公司的电站开发建设规模大幅度扩大，取得备案并开发建设 1.285GW 电站，实现电站转让 686MW，创造公司光伏电站转让量历史新高。截至 2016 年 5 月份，公司已累计为 2016 年光伏发电项目获得批准文件 909.00MW，其中正在开工建设 480.00MW。根据目前获得的光伏电站项目的备案和开工建设情况，公司全年力争完成开发建设 2GW，并网 1.5GW 的目标。

表 1：A 股已披露 2015 年年度报告公司中涉及光伏电站业务统计

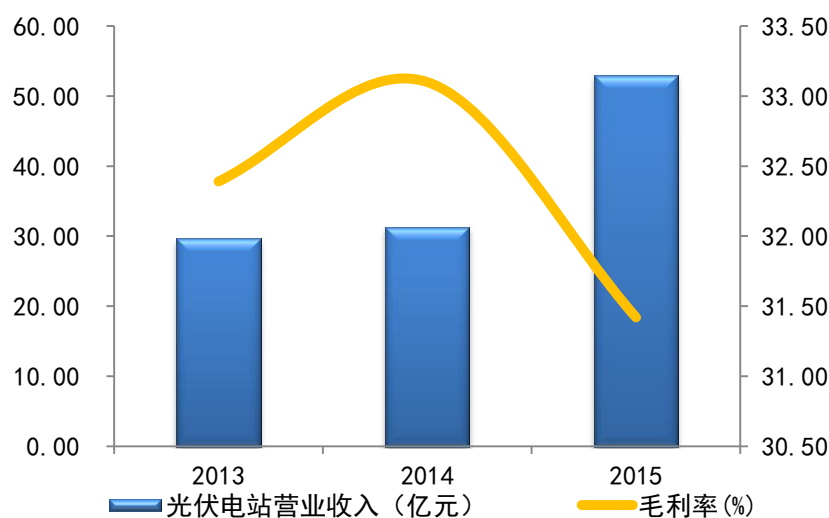
公司名称	报告期末持有电站 (MW)	报告期内转让 (MW)	报告期内收购 (MW)
中利科技 (002309)	649	686	-
航天机电 (600151)	422.85	290	-
东方日升 (300118)	547	-	-
旷达科技 (002516)	500	-	150
向日葵 (300111)	56.298	-	-
隆基股份 (601012)	40	-	-
亿晶光电 (600537)	330.2	50	-
南玻 A (000012)	80	-	-
联合光伏 (00686HK)	872.4	10.8	491.8

注：报告期末持有电站：包括了电站备案+电站开发+电站运营。

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2015 年公司光伏电站业务实现营业收入 53.03 亿元，同比大幅增长 69.26%，毛利率为 31.42%，近 3 年保持在相对稳定的水平。

图 11：近 3 年来公司光伏电站业务营业收入及毛利率变动

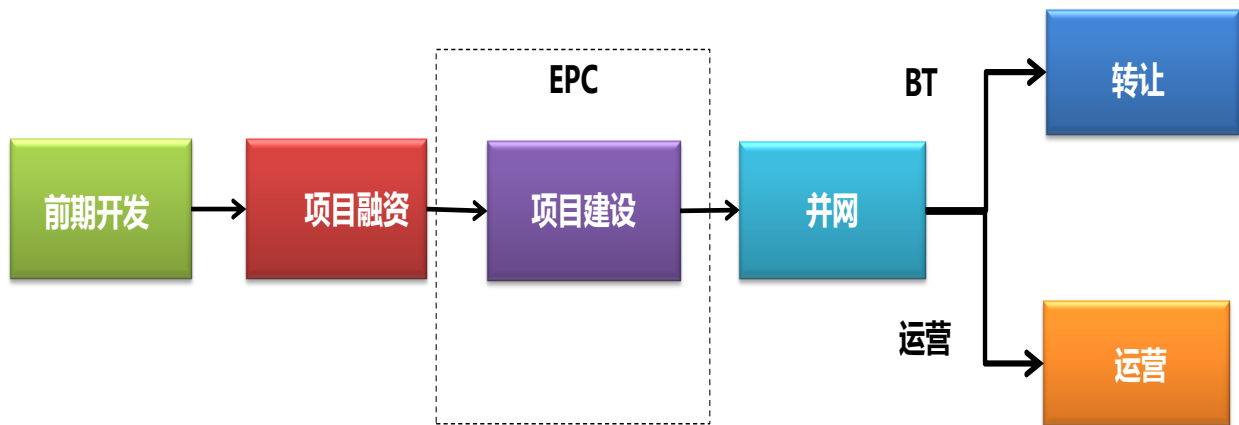


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2.3.2 国内光伏电站 EPC/BT 模式与运营模式对比

目前国内光伏电站投资领域主要有三类盈利模式，即 EPC、BT 及运营模式。EPC 公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。通常公司在总价合同条件下，对其所承包工程的质量、安全、费用和进度进行负责，公司只需自付部分项目资金；BT 是指公司作为电站的主开发商，电站建设可以外包（通过招标选择 EPC 商）也可以自己建设，电站完工并网后卖给客户，EPC 与 BT 两种模式较为相似；而运营指公司通过收购或自建电站，并网后自己售电运营的模式，这是能够保障长期固定的收益，因为一个电站按照 25 年的生命周期来评估，在其生命周期内理论上都是可以收到电费的。

图 12：国内光伏电站主要盈利模式



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 13：光伏电站 EPC/BT 模式与运营模式优缺点对比



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



两种模式各有优缺点，不同光伏企业需根据自身的实际情况进行选择。中利科技采取 EPC/BT 的快速盈利模式来加速全国光伏项目的布局。接下去我们将选取专注于光伏电站运营的龙头企业联合光伏（0686.HK）与中利科技进行财务比率对比，分析中利科技采取快速盈利模式的原因。

图 14：公司光伏电站业务采取快速盈利模式



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2.3.3 公司采取快速盈利模式的主观原因：收益率高于运营模式

中利科技光伏电站业务 2015 年销售毛利率为 31.42%，近 3 年保持在略高于 30% 的稳定水平。我们根据营业收入百分比法估算出中利科技光伏电站业务销售净利率，并与联合光伏 ROA 指标进行对比，以此近似地反映出两种模式收益率的差异。通过以下表格的数据，我们可以看出中利科技光伏电站业务销售净利率近 3 年来较为稳定，2015 年达 13.39%，显著高于同期联合光伏 ROA 指标 8.71%。

表 2：中利科技光伏电站业务销售净利率与联合光伏 ROA 指标对比

指标名称 (%)	2013 年	2014 年	2015 年
中利科技光伏电站业务销售净利率估算	13.39	12.94	13.39
联合光伏 ROA 指标	-60.53	12.43	8.71

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

为了更加精确地得到长期持有光伏电站所能获得的收益率，我们还选取单纯的集中式光伏电站项目的 IRR 指标作为参照对象。假设：电站综合效率为 85%；组件第一年衰减率为 3%、此后年平均衰减率为 0.7%；组件建造成本 750 万元/MW（按年数总和法加速折旧，资金来源全部为自有）；年均维护费用为电站年初剩余价值的 2%。在上述指标不变的情况下，光伏电站 IRR 主要受上网电价以及年标准日照小时数的影响，我们得出 IRR 针对这

两个变量的敏感性分析表。通过对比，我们可以得出中利科技光伏电站业务销售净利率显著高于光伏电站项目 IRR 平均水平（7.80%-9.35%之间）。

表 3：单纯的集中式光伏电站项目 IRR 敏感性分析

上网电价/ 年标准日照小时数	1.00	0.95	0.90	0.85
1,550.00	13.53%	11.57%	10.58%	9.58%
1,500.00	10.93%	9.97%	8.99%	8.00%
1,450.00	10.29%	9.35%	8.40%	7.43%
1,400.00	9.64%	8.73%	7.80%	6.86%
1,350.00	8.99%	8.10%	7.20%	6.28%
1,300.00	8.33%	7.47%	6.58%	5.69%

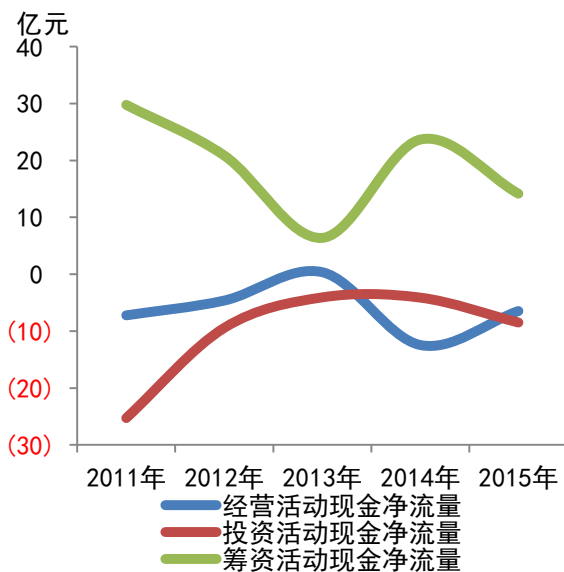
资料来源：长城国瑞证券研究所

综合以上各个指标的对比分析，我们认为中利科技选择 EPC/BT 模式所能获得的收益率明显高于运营模式。

2.3.4 公司采取快速盈利模式的客观原因：减少资金压力

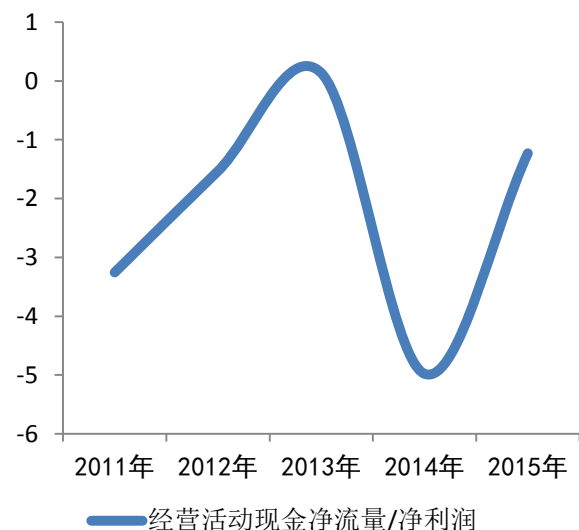
同上游企业相比，光伏电站的开发需要大量的资金支持，作为 2015 年国内光伏电站转让规模最大的龙头民营企业，公司面临着较大的资金压力。从现金流量来看，公司近五年的经营活动现金净流量除 2013 年为 0.35 亿元以外都为负数，但 2014 年以来有所改善。公司经营活动现金净流量/净利润指标波动较大。

图 15：近五年公司三大现金流量净额变动



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 16：近五年公司经营活动现金净流量/净利润变动

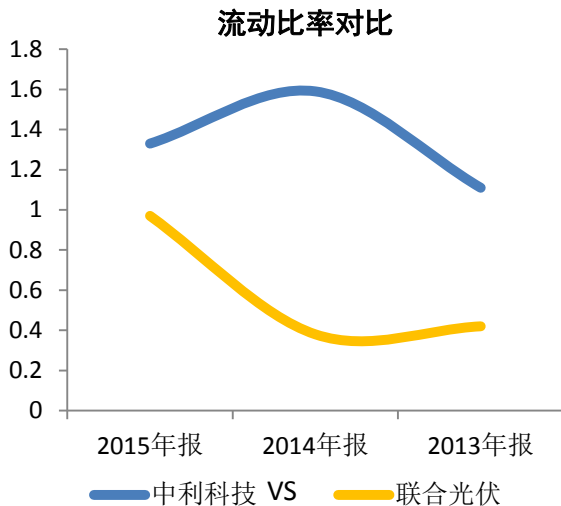


资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

从短期偿债能力指标流动比率以及速动比率来看，我们可以看出，中利科技指标显著

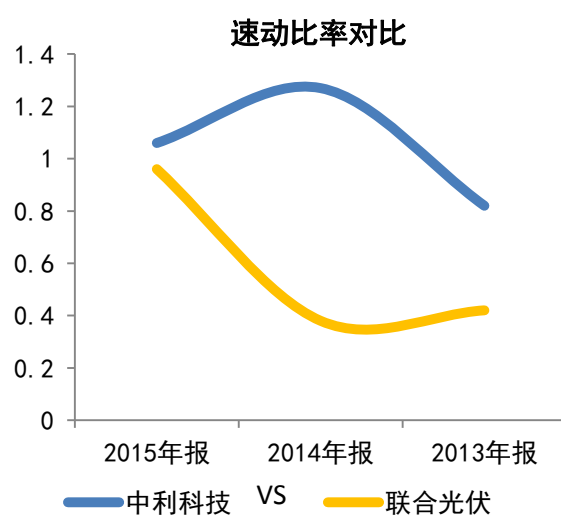
高于联合光伏。从长期偿债能力指标来看，除了航天机电资产负债率较低外，另外三家公司的资产负债率基本都在 70%以上，但同联合光伏、太阳能相比，中利科技资产负债率相对会低一些。此外，从总资产周转率来看，中利科技远高于联合光伏。因此，综合上述指标近 3 年来的变动来看，选择 EPC/BT 模式相比运营模式对于中利科技来说资金方面的压力会小一些。

图 17: 2013-2015 年流动比率指标对比



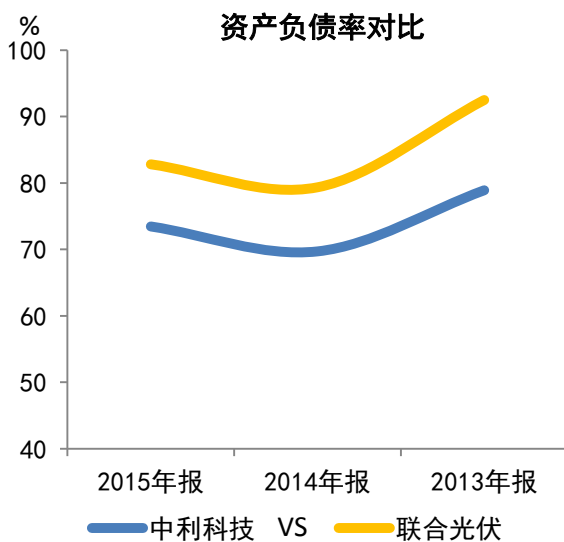
资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

图 18: 2013-2015 年速动比率指标对比



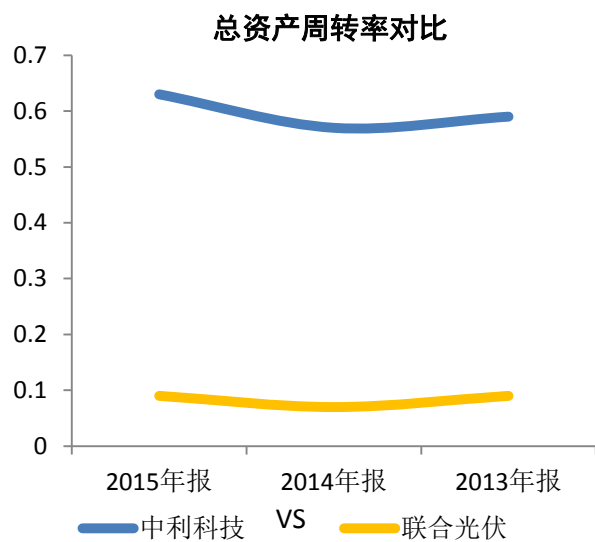
资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

图 19: 2013-2015 年资产负债率指标对比



资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

图 20: 2013-2015 年总资产周转率指标对比



资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所



3.3.4 公司采取快速盈利模式所需条件：路条获取+资金运作+销售渠道

首先,从路条获取能力来看,子公司中利腾晖从 2011 年开始就已切入电站开发领域,通过多年来电站建设业务量的累增,公司对办理批文、并网、发电许可等手续积累了丰富的经验,形成了“项目资源-项目转让-新项目资源”的良性循环。公司凭借多年的项目运作经验在路条获取上具备了较大的先发优势。截止 2016 年 5 月份公司已累计为 2016 年光伏发电项目获得批准文件 909.00MW,其中正在开工建设 480.00MW。根据目前获得的光伏电站项目的备案和开工建设情况,公司 2016 年的目标为完成光伏电站 2GW 建设,1.5GW 并网。除此以外,公司在海外也有多个电站建设项目落地。公司凭借良好的电站质量建立了优异的市场口碑,在 2015 年中国光伏品牌排名(电站投资类)中排名第四,占据民营企业首位。

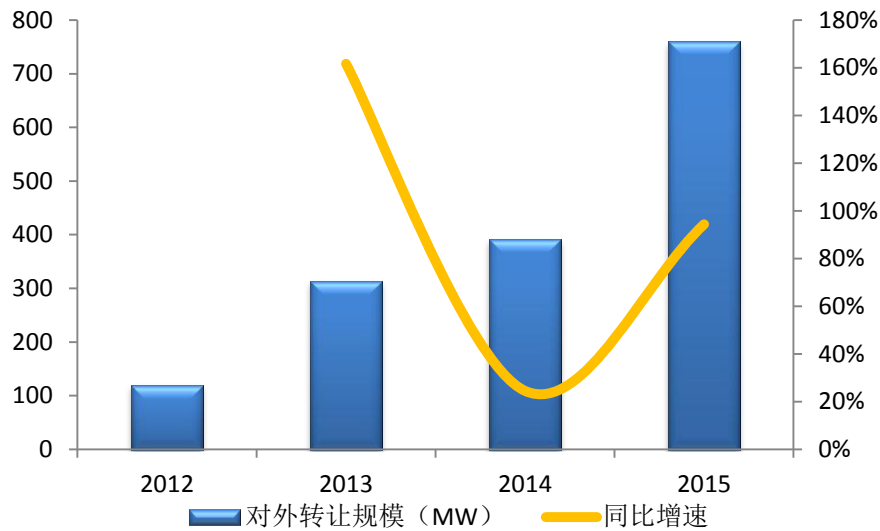
表 4: 2015 年中国光伏品牌排名

排名	电站投资	集中逆变器	组串逆变器	组件
1	国家电投	阳光电源	华为	天合光能
2	协鑫新能源	特变电工	阳光电源	晶科电源
3	中广核太阳能	上能	锦浪科技	阿特斯
4	中利腾晖	科华恒盛	兆能电力	晶澳太阳能
5	特变电工	易事特	古瑞瓦特	英利
6	联合光伏	科士达	欧姆尼克	协鑫集成
7	中节能太阳能	正泰电源	固德威	东方日升
8	江山控股	科诺伟业	兆伏爱索	中利腾晖
9	爱康科技	追日电气	山亿新能源	无锡尚德
10	苏美达	北京能高	三晶电气	亿晶光电

资料来源: PVBL&世纪新能源网, 长城国瑞证券研究所

自 2012 年以来,中利腾晖借助技术研发能力以及自身项目资源和客户资源优势,持续增加光伏电站业务的规模,2012 年至 2015 年中利腾晖对外转让的光伏电站规模分别为 120MW、314MW、391MW 和 706MW,累计转让光伏电站项目超过 1.5GW。

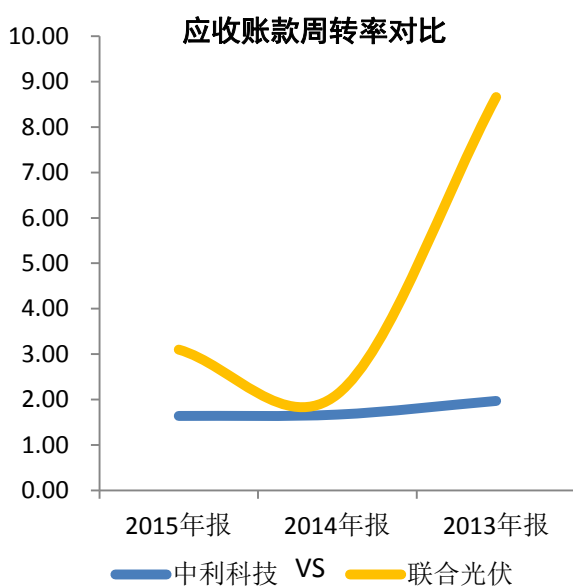
图 21：2012-2015 年中利腾晖对外转让的光伏电站规模



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

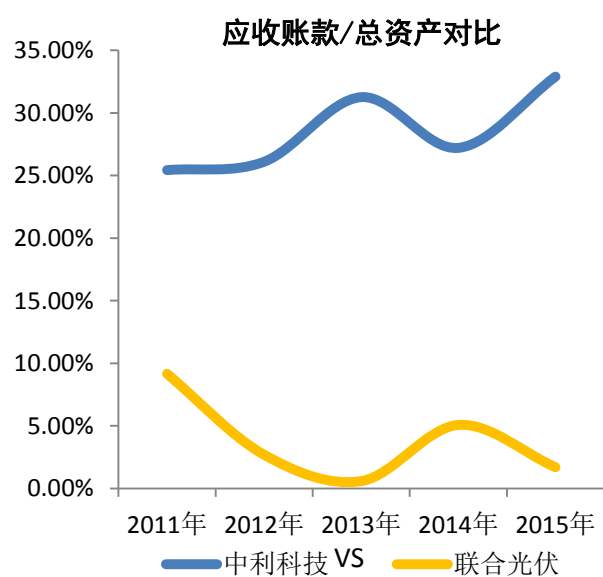
其次，从资金运作的情况来看，中利科技应收账款周转率低于联合光伏，且 2015 年营收账款占总资产的比重达 32.91%，远高于同期联合光伏的数值。主要原因是中利腾晖光伏电站大规模转让主要集中在 2015 年末，而电站转让回款有一定的账期（大概需要一年左右）。随着公司应收款数额的居高不下和账龄结构的改变，可能使公司资金周转速度与运营效率降低，存在一定的坏账风险，2015 年公司共计提资产减值准备计提金额 47,072.19 万元。因此，我们认为采用 EPC/BT 模式需要比持有运营模式更好的资金周转效率和融资方式。

图 22：2013-2015 年应收账款周转率指标对比



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 23：2011-2015 年应收账款/总资产指标对比



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



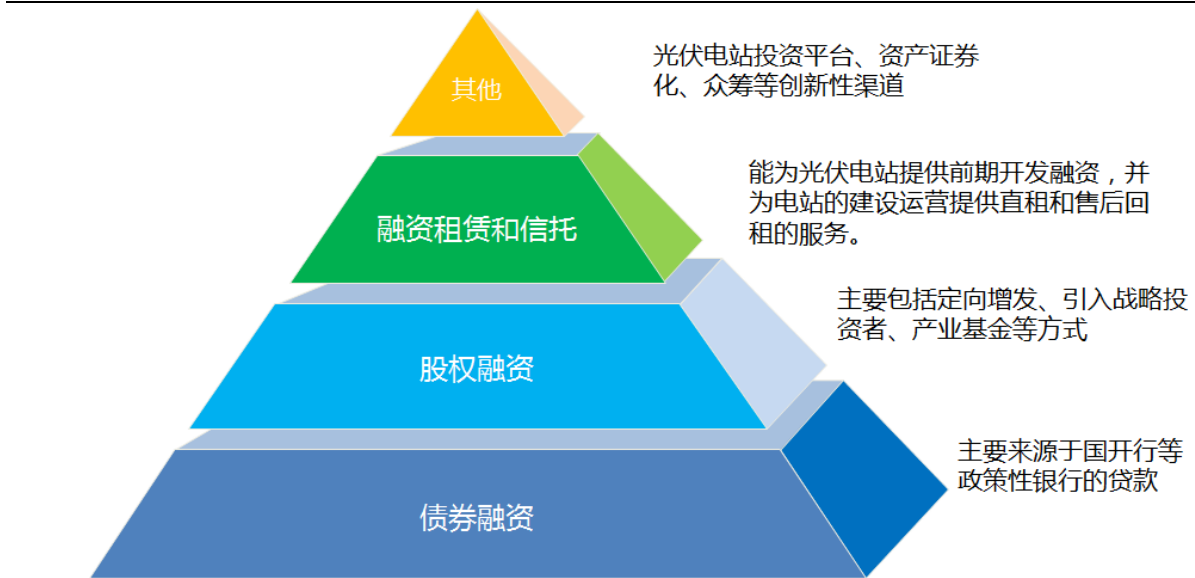
表 5：中利科技 2015 年应收账款分类披露（单位：亿元）

类别	期末余额					期初余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例		金额	比例	金额	计提比例	
单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款	6.96	9.06%	2.75	39.57%	4.20	5.57	11.07%	1.92	34.53%	3.65
按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款	69.78	90.92%	3.75	5.37%	66.04	44.78	88.89%	1.86	4.15%	42.92
单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款	0.02	0.02%	0.01	56.92%	0.01	0.02	0.04%	0.01	67.50%	0.01
合计	76.75	100%	6.51	8.48%	70.25	50.37	100%	3.80	7.54%	46.57

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

从具体的融资方式来看，投资光伏电站的主要融资方式包括债权融资、股权融资、融资租赁、信托等传统方式以及其他新型方式。目前国内企业还主要停留在银行贷款以及股权融资（IPO、定增）等传统融资渠道。

图 24：国内投资光伏电站主要融资渠道



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



表 6：各种融资方式优缺点对比

融资方式	优点	缺点
银行贷款	融资成本相对较低	有抵押要求，融资规模有限
引入战略投资者	利于解决启动资金的问题，可做长期投资	融资成本较高且资金来源有限
定增	资金来源较多，可做中期投资	筹资速度较慢
融资租赁和信托	可以盘活现有资产，提升资金使用效率	融资成本较高
资产证券化	融资门槛低，市场需求广泛，操作简便，期限灵活	融资成本较高，相关法律法规有待完善
互联网金融	融资成本较低，资金来源广	目前尚未形成规模，消费者认可度有待提高

资料来源：长城国瑞证券研究所

在银行融资方面，2015年中利科技获批银行综合授信额度68亿元，公司采用适合公司发展所需的长短期融资形式相结合的方式，大公国际资信评估有限公司对公司2016年度跟踪评级为AA级；在股权融资方面，公司最新发布的公告显示公司拟向国开金融、农银苏州投资、国联创投、农银无锡投资和农银国联发行股份购买其持有的中利腾晖25.19%股权，交易标的资产依据评估值作价为117,600.00万元，按照17.07元/股的发行价，发行股份数量为68,892,792股。我们认为，本次交易完成后，中利腾晖将成为中利科技的全资子公司，有利于公司进一步整合布局光伏电站资源、降低管理成本、提高运营效率。

除了上述传统融资方式之外，中利腾晖还与华北高速、瑞阳基金三方共同投资设立了光伏电站投资平台公司，其中中利腾晖持股比例为28%。公司向投资平台销售光伏电站，一方面能够实现各方利益共享，提升销售业绩的确定性；另一方面使得公司间接参与电站运营业务，提升售电收入以及电站运维收入。此外，公司还通过“线上+线下”相结合的方式，采用“互联网+”创新商业模式，已启用适于2GW规模光伏电站的互联网远程监控系统。

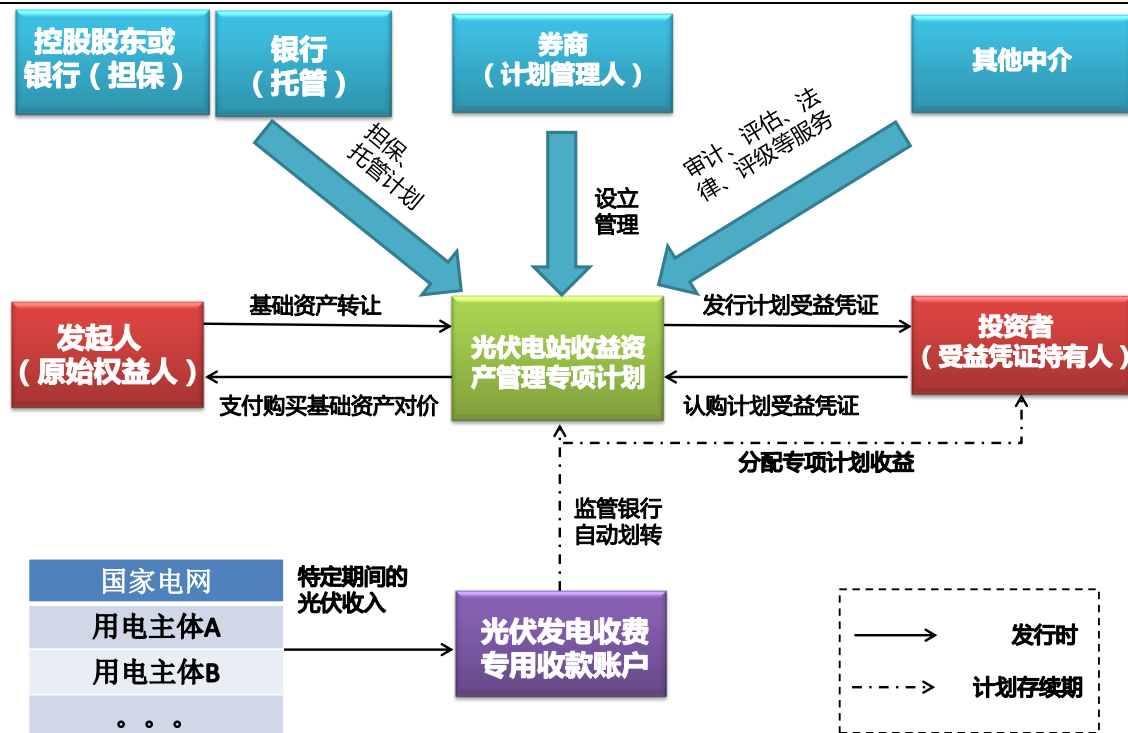
表 7：光伏电站投资平台公司股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例
华北高速公路股份有限公司	52000	52%
中利腾晖光伏科技有限公司	28000	28%
瑞阳（天津）股权投资基金管理有限公司	20000	20%
合计	100000	100.00%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

值得一提的是，我国光伏电站资产证券化的融资模式已经逐步进入实际应用领域。2016年3月18日，“中银证券-深能南京电力上网收益权资产支持专项计划”（以下简称“深能南京”）正式挂牌上市，“深能南京”募集规模为10亿元，存续期5年。优先级资产支持证券共分为10期，评级均为AAA，半年期至五年期优先级资产支持证券发行利率为3.6%-4.5%。该专项计划由中银证券作为管理人，以深能南京能源控股有限公司光伏电力上网收益权作为基础资产。该专项计划不仅是国内光伏行业的首单资产证券化产品，也是创新融资方式助力绿色产业发展的重要标志。

图 25：光伏电站资产证券化结构图



资料来源：长城国瑞证券研究所

最后，从销售渠道来说，公司的光伏电站业务主要客户群体大致可以分为三类：第一类客户是具备雄厚资金实力的央企，如华北高速、招商新能源集团有限公司（联合光伏的第一大股东）等，这类客户资金规模大且主要追求资产的保值，而光伏电站能够产生长期稳定的投资回报，因此十分契合其资金配置需求；第二类客户是近年来异军突起的民企，如协鑫集成、江山控股等；第三类客户是一些具备长期战略投资眼光的产业基金。

2.3.5 公司大力推进“万农光伏”业务模式的应用

光伏扶贫是我国重点推进的民生工程。“光伏+农业”的模式主要通过架设不同透光率的太阳能电池板或者光伏薄膜来实现，具体应用范围十分广泛，包括“光伏大棚”、“渔光互补”、“光伏荒坡”以及“海上光伏”等等。

图 26：常见的几种“光伏+农业”的应用场景



资料来源：长城国瑞证券研究所

中利科技在业内率先提出“万农光伏”的理念，其主要运营模式是通过在当地成立农业发展公司或者农业合作社，利用当地政府投资平台集中为贫困农民争取扶贫低息贷款，让农民通过参股光伏项目公司或农业发展公司享受光伏发电收益。目前公司“光伏+农业”的业务模式还处于项目示范阶段，未来公司将继续推广该业务模式。

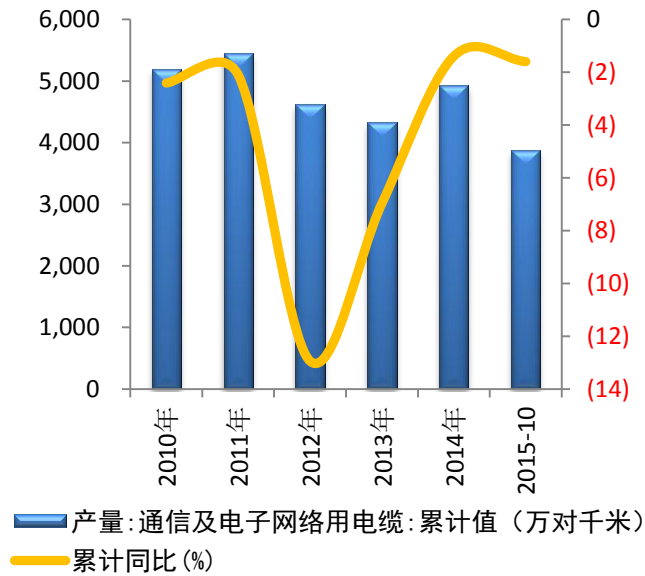
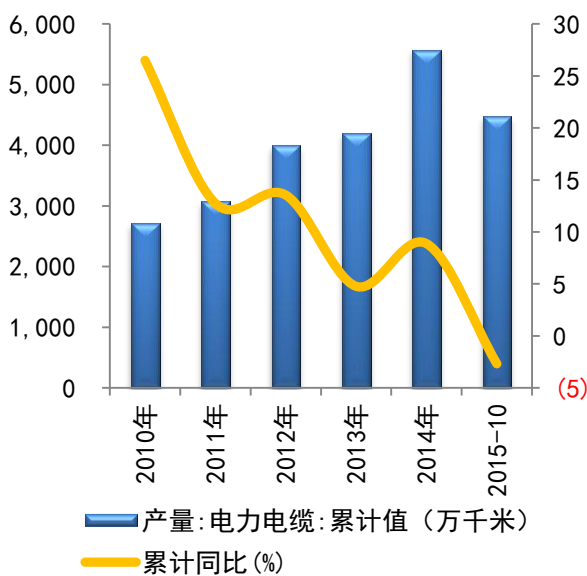


3 光电缆业务：重点发展中高端产品，抓住行业洗牌机遇

我国电缆行业目前供给基本足够满足需求，产品品种满足率和国内市场占有率均超过90%。但随着国内经济增速下降，电线电缆行业的总体增速持续放缓，且行业竞争日趋加剧。总体来看，我国电缆行业市场规模近五年来增长情况并不理想，从两大主要应用领域电力电缆和通信及电子网络用电缆的产量变动来看：2015年10月，通过电力电缆累计产量为4475.27万千米，同比下降2.69%；而同期我国通信及电子网络用电缆累计产量为3877.27万对千米，同比下降1.59%。

图 27：近 5 年来我国电力电缆累计产量变动

图 28：近 5 年来我国通信及电子网络用电缆累计产量变动

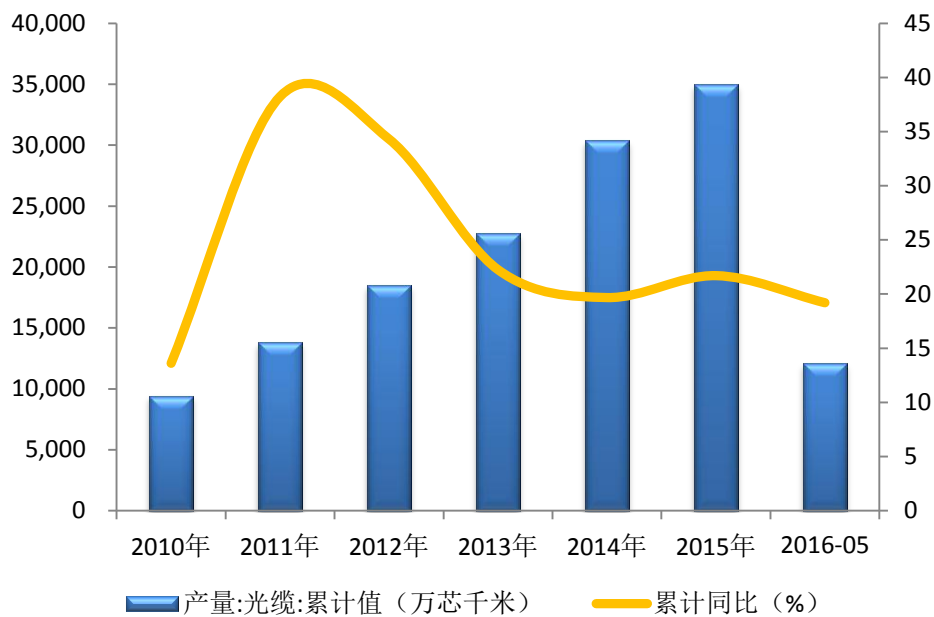


资料来源：国家统计局，长城国瑞证券研究所

资料来源：国家统计局，长城国瑞证券研究所

相对来说，近几年来我国光缆行业发展势头较为良好。2010年以来，中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商迅速加大3G、4G以及固网光纤接入建设。2015年5月，国务院发布《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，提出“加快推进全光纤网络城市和第四代移动通信（4G）网络建设，2015年网络建设投资超过4,300亿元，2016年至2017年累计投资不低于7,000亿元”的建设目标。2015年我国光缆累计产量达34947.2万芯千米，同比增长21.70%，延续了此前几年快速增长的趋势，我们预计中国市场光纤需求量今年将进一步提高。

图 29：近 5 年来我国光缆累计产量变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

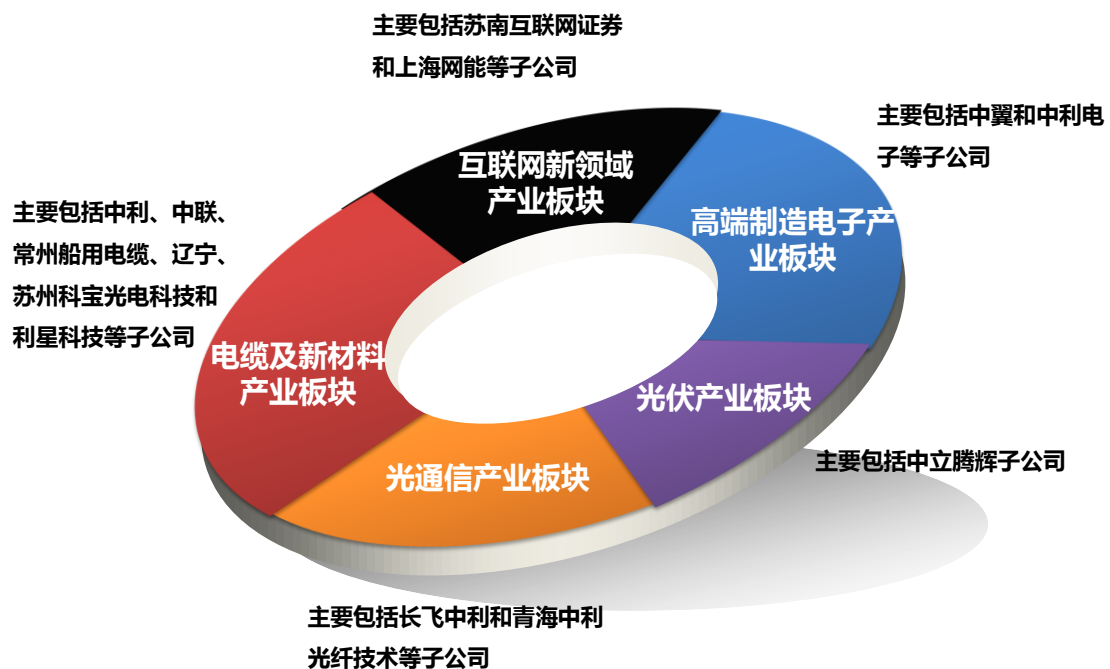
面对竞争日趋激烈的行业态势，公司看准了环保、安全、节能等可持续发展理念在行业中的逐步推行，着重加强对中高端产品的研发，延伸发展了光棒、光纤、光缆和铜材、高分子材料、特种电缆的全产业链，2015年共投资9.5亿元对原有光电业务加大技改和扩建力度，完成铝导体电动汽车内部用高压连接电缆等相关技术研究。

目前我国光电企业数量较多且中小企业占比超过80%，随着我国经济转型升级和宏观经济增速下降，未来行业竞争将进一步加剧，大部分竞争力较弱的中小企业将会逐步被淘汰。我们认为，公司市场份额占比相对较高并且抓住了未来中高端产品端潜在的市场需求增长，且公司光电战略定位的转变有利于公司在行业的重新整合中进一步提升自身的综合竞争力。

4 新业务：试水多项新兴业务，多元化打造五大板块

从长期发展规划来看，公司将围绕现有的光电缆及光伏业务两大主营业务，实施积极的经营战略和轻资产投资策略，形成“电缆及新材料产业板块”、“光通信产业板块”、“光伏产业板块”、“高端制造电子产业板块”和“互联网新领域产业板块”五大板块。

图 30：未来公司将打造的五大业务板块



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

目前各项新业务的进展情况如下：智能自主网通讯设备业务 2015 年已实现人民币 7 亿元开票销售；3D 金属打印业务主要定位于航空航天用精密零部件以及医疗设备，目前已完成设备安装调试，进入根据客户要求研发、生产阶段；互联网金融业务正在进行相关项目的尽职调查，以期快速取得有关资质并实质性进行业务操作；能源管理业务已在上海地区进行切入，并结合光伏业务优势一并发展。

其中，智能自主网通讯设备业务是公司未来首先重点发展的第三大业务。2016 年 6 月 17 日公司公告称，拟以人民币 6,000 万元收购其共计所持有的江苏中利电子信息科技有限公司 17.36% 的股权。交易完成后，公司持有的中利电子股权将由 33.5% 增加至 50.86%，中利电子将成为公司的控股子公司，并纳入公司合并财务报表范围。