

建筑：蓝波绿建（430678）

2016年02月29日

## 期待业务转型实现跨越式发展

分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010-85556195

邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

### ⑤ 绿色建筑企业首批国家级高新技术企业之一

蓝波绿建从事绿色建筑及分布式光伏电站开发业务 20 余年来，公司主要产品或提供的劳务为建筑幕墙的设计与施工，光伏电站设计、建设、运营及管理。公司是首批国家级高新技术企业之一。

### ⑤ 公司未来光伏 EPC 业务增长潜力巨大

绿色建筑总承包是公司目前最主要的业务模式，工程形式以建筑幕墙工程及光伏建筑一体化工程为主。公司 2011-2014 年建筑幕墙工程收入占比均达到 80%，预计未来将维持平稳发展。2012-2014 年光伏建筑一体化收入业务收入占比不断提高。目前光伏 EPC 业务项目储备规模已经超过 400MW，项目储备充足，光伏 EPC 业务将成为公司未来业务结构优化升级的着力点。

### ⑤ 推行 BIM 应用提高公司经济效益

公司推行的以 BIM 应用为载体的项目管理信息化技术，使公司在项目的生产效率、建筑质量、缩短工期、建造成本降低方面有更大的提升，随着在工程项目管理中成熟的应用 BIM，将给公司带来更大的经济效益。

### ⑤ 显著受益绿色建筑和光伏建筑一体化政策实施

《国家新型城镇化规划（2014-2020）》提出，城镇绿色建筑占新建建筑比重将从 2012 年的 2% 提升到 2020 年的 50%；同时，国家将在十二五末期至十三五全程力推分布式光伏应用。在国家大力发展绿色建筑和光伏建筑一体化的政策之下，公司未来以绿色建筑业务为发展总方向，不断扩大光伏建筑一体化业务及绿色建筑设计咨询业务，将显著受益国家政策实施。

### ⑤ 投资建议

公司股票转让方式由协议转让方式变更为做市转让方式以来，缺乏成交量不足以反映其公允价值，暂不进行盈利预测和估值，暂不给出评级。

### ⑤ 风险提示

1、业务转型不达预期。2、国内投资大幅下滑

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、公司概况：从事绿色建筑及分布式光伏开发.....         | 4  |
| （一）股权结构.....                       | 4  |
| （二）盈利模式和主营业务.....                  | 5  |
| 二、公司经营情况：期待转型实现跨越式发展.....          | 8  |
| （一）收入确认延后致业绩下滑.....                | 9  |
| （二）幕墙工程和光伏工程的毛利率均所提高.....          | 9  |
| （三）绿建业务和设计咨询服务助力利润增长.....          | 10 |
| （四）净资产收益率下滑.....                   | 11 |
| （五）经营活动现金流量改善.....                 | 12 |
| 三、定增引入员工持股，激励机制彰显实际控制人信心.....      | 13 |
| 四、绿色建筑：绿色建筑市场空间巨大.....             | 13 |
| 五、分布式光伏：“十三五”明确上调装机容量，利好分布式光伏..... | 13 |

图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 蓝波绿建股权结构.....               | 5  |
| 图 2: 俄罗斯远东联邦大学节能帷幕系统总承包项目.....   | 6  |
| 图 3: 深圳北站节能帷幕系统、建筑光伏电站总承包项目..... | 7  |
| 图 4: 2014 年公司营业收入结构.....         | 8  |
| 图 5: 2013 年公司营业收入结构.....         | 8  |
| 图 6: 2014 年公司营业收入地区分布.....       | 8  |
| 图 7: 2013 年公司营业收入地区分布.....       | 8  |
| 图 8: 蓝波绿建收入情况.....               | 9  |
| 图 9: 蓝波绿建毛利率及净利率.....            | 10 |
| 图 10: 蓝波绿建净利润情况.....             | 10 |
| 图 11: 蓝波绿建期间费用率.....             | 11 |
| 图 12: 蓝波绿建净资产收益率.....            | 12 |
| 图 13: 蓝波绿建经营活动净现金流.....          | 12 |

## 一、公司概况：从事绿色建筑及分布式光伏开发

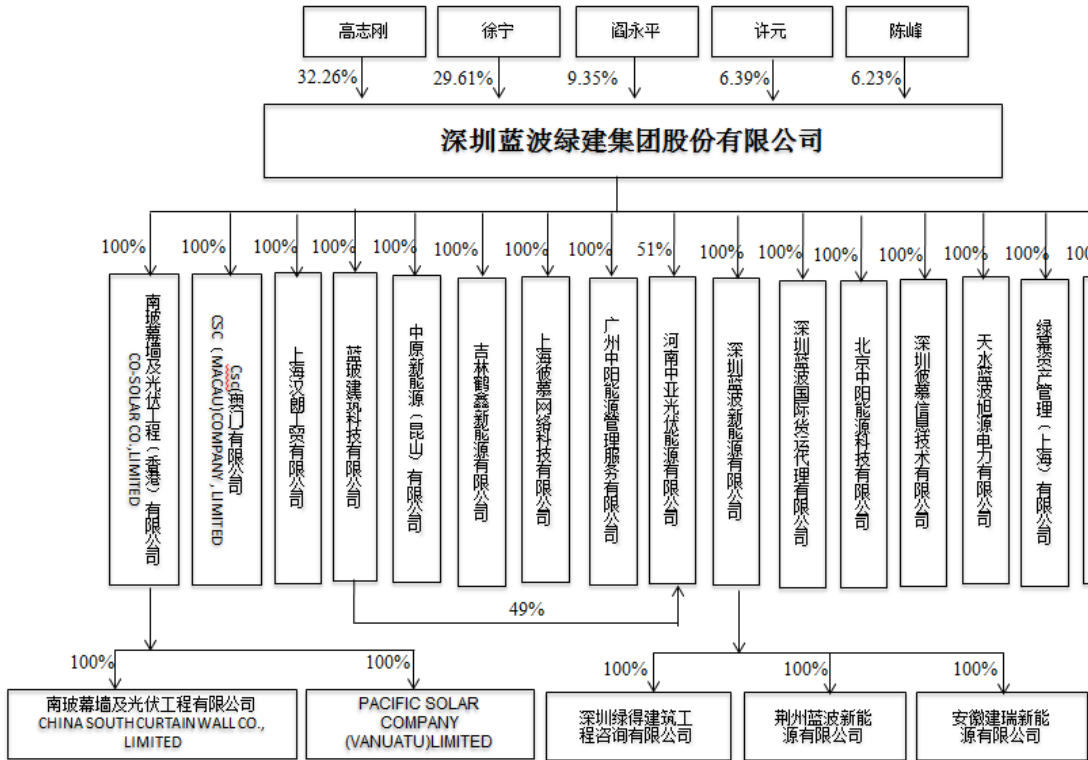
深圳蓝波绿建集团股份有限公司（以下简称公司或本公司）前身系原深圳南威建筑装饰工程有限公司（以下简称南威公司），系由中国南方玻璃股份有限公司投资设立。公司股票于 2014 年 4 月 9 日在全国股份转让系统挂牌交易。截止 2015 年 12 月底，公司注册资本 6416.80 万元。公司股票转让方式自 2016 年 1 月 29 日起由协议转让方式变更为做市转让方式。

公司主要产品或提供的劳务为建筑幕墙的设计与施工，光伏电站设计、建设、运营及管理。

### （一）股权结构

蓝波绿建从事绿色建筑及分布式光伏电站开发业务 20 余年来，逐步从传统的 EPC 模式向集成总包模式升级。目前公司拥有开展绿建业务和分布式光伏发电业务所需的国家资质包括国家幕墙工程总承包一级资质、国家幕墙设计甲级资质、钢结构工程专业承包资质、机电设备安装工程专业承包资质、防水施工资质、室内装修资质等，公司是首批国家级高新技术企业之一。公司实际控制人为高志刚、徐宁，系共同控制。

图 1：蓝波绿建股权结构



数据来源：wind，华融证券整理

## (二) 盈利模式和主营业务

### 1、盈利模式：绿色建筑+建筑光伏电站

#### (1) 绿建咨询顾问业务

收益主要来源于拥有建筑实体产权的业主方，客户主要为各大地产开发商。收益方式主要为一次性设计顾问费用。该项业务具有收益时间短、收益可靠性高等特点。

#### (2) 绿色建筑总承包业务模式

收益主要来源于拥有建筑实体产权的业主方或投建项目的投资方，客户主要为各大地产开发商、各大项目投资商等。收益方式为分批次的按照工程进度收取的工程进度费用。该项业务为公司目前最主要的业务模式，在设计顾问业

务的基础上，大力拓展施工总承包业务的市场，符合国家政策导向。

### (3) 建筑光伏电站管理业务模式

收益主要来源于建筑实体产权的业主方，客户主要为任何业主。收益方式为公司长期为业主方提供绿色能源而赚取的收益。该项业务具有收益时间较长、收益可靠性中等、长期利润最高等特点。

## 2、 主营业务：绿色建筑总承包是公司主要业务

### (1) 绿色建筑总承包

绿色建筑总承包是公司目前最主要的业务模式，工程形式以建筑幕墙工程及光伏建筑一体化工程为主。公司通过多年的技术积累可以承接各类幕墙工程，包含技术含量较高的高端幕墙项目。同时，公司是国内较早进行光伏建筑一体化研究的公司之一，公司在光伏建筑一体化的应用包括光伏屋顶电站、光伏玻璃外墙、光伏采光顶、光伏遮阳棚、光伏停车棚、光伏农业大棚等几类。

公司自成立起便深耕于建筑幕墙行业，建筑幕墙工程为公司传统强势业务，公司曾完成俄罗斯远东联邦大学节能帷幕系统总承包项目、世博会阿联酋国家馆幕墙系统项目、深圳北站节能帷幕系统等规模较大、技术水平要求较高的国内外项目。

图2：俄罗斯远东联邦大学节能帷幕系统总承包项目



数据来源：wind，华融证券整理

### (2) 建筑光伏电站管理

公司对建筑光伏电站采取“规划设计-投资-建造-运营”的业务模式。在该业务模式中按照是否能够并网，公司获得两类的收入。一类是光伏电站不并入国家电网。公司按照合同约定的价格向合作方提供光伏发电服务，来赚取提供电力的服务费。一般按每度电价格计量，按月与客户结算，形成公司每月的现金流及收入。另一类是光伏电站可以并入国家电网。公司按照国家规定的入网价格，根据每月的发电度数赚取收入形成现金流。

公司于 2003 年开始进入进行光伏 EPC 行业，和建筑幕墙业务相比，光伏 EPC 毛利率通常要高出 10 个百分点以上，公司将光伏 EPC 作为公司未来业务拓展重点，适当减少传统幕墙业务，逐步提高光伏 EPC 的收入占比，促进公司业务结构的优化升级。

目前光伏 EPC 业务项目储备规模已经超过 400MW，项目储备充足，公司未来光伏 EPC 业务增长潜力巨大，将成为公司未来业务结构优化升级的着力点。

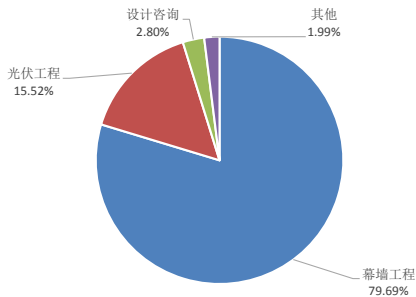
图 3：深圳北站节能帷幕系统、建筑光伏电站总承包项目



数据来源：wind，华融证券整理

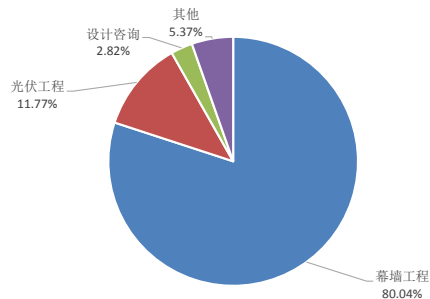
从 2013-2014 年公司收入结构变化看，2014 年公司幕墙工程营业收入较上年上升了 6.49%，占营业总收入的比重较上年降低了 0.35%，光伏工程的营业收入较上年上升了 41.08%，设计咨询服务的营业收入较上年上升了 6.19%，其他收入较上年降低了 60.34%，主要是由于公司的主营业务由幕墙工程正逐渐转为光伏工程，公司的光伏业务营业收入增长较大；其他收入变化较大的主要原因是光伏项目合同更改，造成部分光伏产品无法实现销售收入。

图 4：2014 年公司营业收入结构



数据来源：wind，华融证券整理

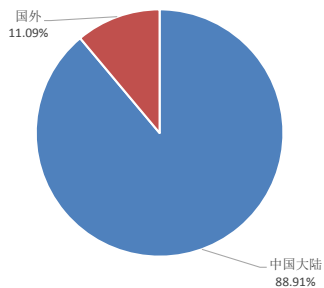
图 5：2013 年公司营业收入结构



数据来源：wind，华融证券整理

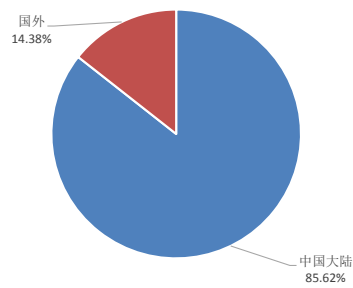
公司坚持多元市场布局，在中国大陆、港澳地区、俄罗斯、伊朗、科威特、太平洋群岛等国家和地区开展业务。

图 6：2014 年公司营业收入地区分布



数据来源：wind，华融证券整理

图 7：2013 年公司营业收入地区分布



数据来源：wind，华融证券整理

## 二、公司经营情况：期待转型实现跨越式发展

公司自成立起便深耕于建筑幕墙行业，建筑幕墙工程为公司传统强势业务。幕墙行业是建筑业中技术含量最高的产业之一，同时对资金、工程经验和历史业绩均有较高要求，蓝波绿建从业时间较长，在研发能力、技术人才、项目储备、资金运营方面均有较强实力，公司 2011-2014 年建筑幕墙工程收入占比均达到 80%，预计未来将维持平稳发展。

2012-2014 年光伏建筑一体化收入业务收入占比不断提高。公司凭借深厚的技术积累和强力的研发团队，积极参与光伏 EPC 项目竞标，2014 年成功签下佛山群志光电有限公司 15MW 分布式光伏发电项目等重大项目，目前光伏 EPC 业务项目储备规模已经超过 400MW，项目储备充足，公司未来光伏

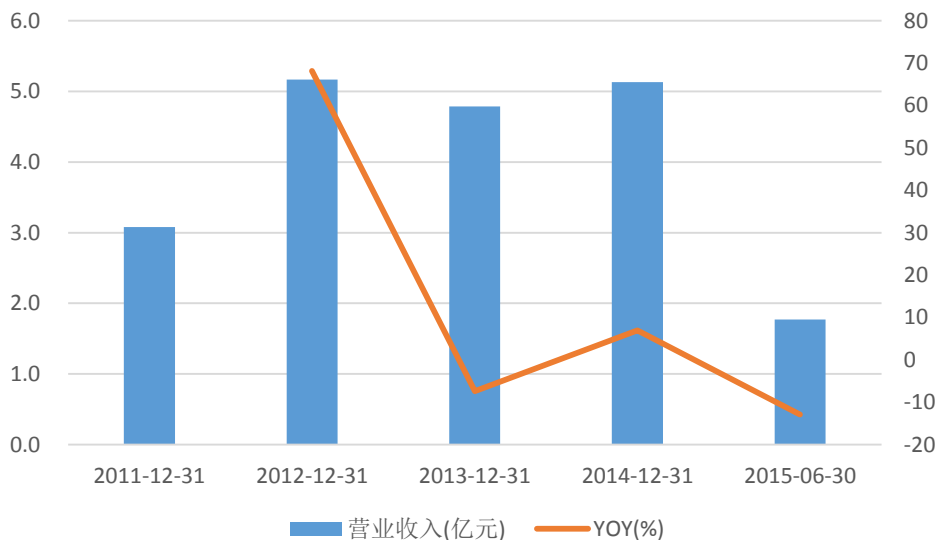


EPC 业务增长潜力巨大，将成为公司未来业务结构优化升级的着力点。

### （一）收入确认延后致业绩下滑

根据公司 2015 年上半年报告，2015 年上半年公司实现营业收入 1.77 亿元，同比降低了 12.93%，2015 年新开工部分项目如温岭博物馆项目合同金额 0.36 亿元和缅甸 JC 项目合同金额人民币约 0.37 亿元，在报告期内因未取得业主确认的工程进度文件在本期尚未确认收入。

图 8：蓝波绿建收入情况



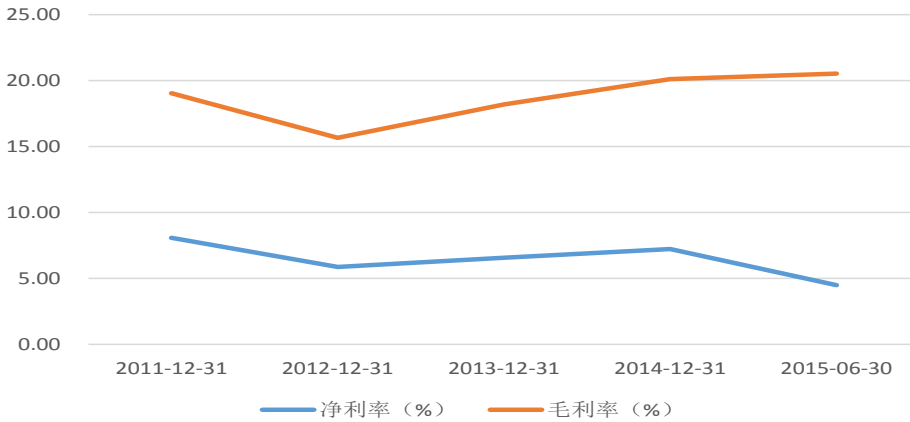
数据来源：wind，华融证券整理

### （二）幕墙工程和光伏工程的毛利率均有所提高

2015 年上半年公司发生营业成本 1.4 亿元，同比降低了 14.90%，毛利为 0.36 亿元，毛利率为 20.53%，比上年同期提高了 1.84%。

公司在上半年幕墙工程和光伏工程的毛利率同比都有所提高，公司目前推行的以 BIM 应用为载体的项目管理信息化技术，使公司在项目的生产效率、建筑质量、缩短工期、建造成本降低方面有更大的提升，随着在工程项目管理中成熟的应用 BIM，将给公司带来更大的经济效益。

图 9：蓝波绿建毛利率及净利率

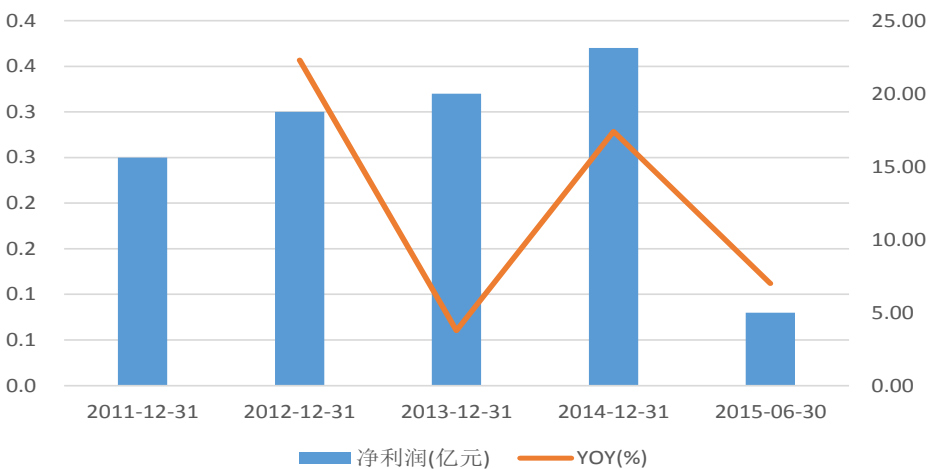


数据来源：wind，华融证券整理

### (三) 绿建业务和设计咨询服务助力利润增长

2015 年上半年公司实现利润总额 889.31 万元，与上年同期相比增加了 5.84 万元，同比上升了 0.66%，净利润 791.46 万元，与上年同期相比增加了 51.69 万元，同比上升了 6.99%，由于本期有计入股份支付产生的费用金额 61.21 万元，报告期末，扣除非经常性损益后的净利润为 843.27 万元，同比增加了 98.39 万元，上升了 13.21%。

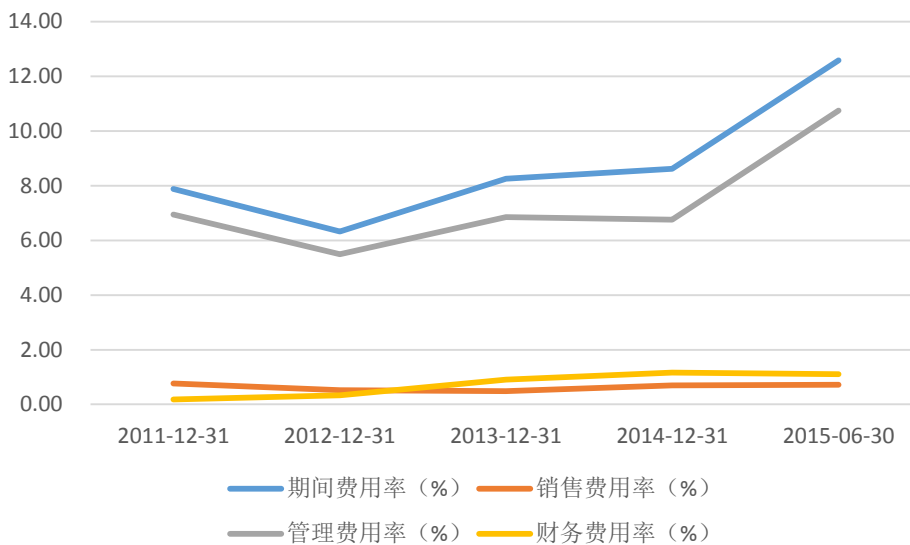
图 10：蓝波绿建净利润情况



数据来源：wind，华融证券整理

上半年公司利润增长较大幅度的主要原因是公司一方面从竞争激烈的普通幕墙工程为主逐渐向以附加值较高的绿建业务和设计咨询服务为主的业务转型，同时在工程管理方面，不断加强施工精细化管理和内部费用有效控制，使报告期公司毛利率及利润同比上升。

图 11：蓝波绿建期间费用率

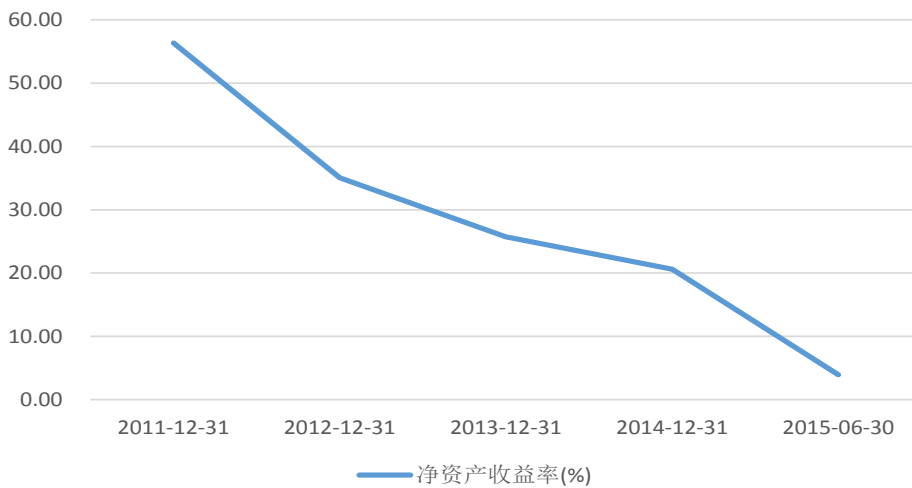


数据来源：wind，华融证券整理

#### (四) 净资产收益率下滑

2015 年上半年公司加权平均净资产收益率为 3.91%，比上年同期下降了 12.91%，主要是因为净利润比上年同期增加了 61.69 万元，报告期内公司有两次增资，使净资产增加 2007.2 万元，合计本期净资产增加 2890.10 万元，因增资因素导致利润增加的幅度小于净资产增加的幅度。

图 12: 蓝波绿建净资产收益率

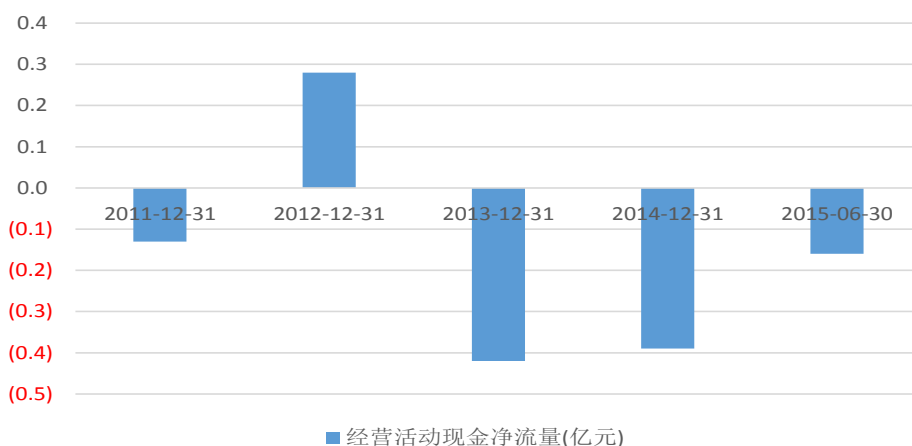


数据来源: wind, 华融证券整理

### (五) 经营活动现金流量改善

2015 年上半年公司经营活动现金流量净额为-1595.53 万元, 比上年同期增加 950.17 万元, 主要原因是公司前期工程项目回款增加所致, 在公司经营管理方面, 公司在不断加强施工精细化管理和内部费用有效控制方面取得了一定成效。

图 13: 蓝波绿建经营活动净现金流



数据来源: wind, 华融证券整理

### 三、定增引入员工持股，激励机制彰显实际控制人信心

挂牌以来公司先后发布两个定增方案，发行对象为公司董事、监事、高级管理人员及核心员工，共计 64 人，总规模达到 2027.20 万元，发行价格为 4 元/股，此次定增为公司挂牌后首次发布定增方案，且为公司首次引入员工持股，发行价格较低，覆盖人数较多，力度之大足以证明实际控制人的强烈信心和十足诚意。公司业务优化升级成功离不开核心团队的共同努力，而通过员工持股计划绑定核心员工利益，将带来明显的激励效应，有望大大激发人才活力和动力，保证企业发展战略得到有效实施。

### 四、绿色建筑：绿色建筑市场空间巨大

根据中国建筑装饰协会于 2010 年 8 月制定的《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》，建筑装饰行业 2015 年工程总产值力争达到 3.8 万亿元，比 2010 年增长 1.7 万亿元，总增长率为 81%，年平均增长率为 12.3% 左右，其中建筑幕墙要达到 4,000 亿元，增长幅度在 167% 左右，年平均增长率为 21.3% 左右，

《国家新型城镇化规划（2014-2020）》提出，城镇绿色建筑占新建建筑比重将从 2012 年的 2% 提升到 2020 年的 50%；2014 年开始，深圳新开工项目将全部执行绿色建筑标准。从 2015 年开始多个城市和省份都提出了全面推动绿色建筑的政策。

### 五、分布式光伏：“十三五”明确上调装机容量，利好分布式光伏

“十三五”光伏发展总思路为：持续壮大太阳能光伏发电市场规模，加快推进中东部地区分布式光伏发电和西部地区光伏电站规模化发展：在中东部地区打造多能互补的光伏发电综合利用基地；在西部地区结合本地消纳和特高压送出通道建设百万千瓦级大型光电基地。

具体来说，光伏“十三五”装机目标明确上调 50%，2020 年光伏发电规模目标已明确从之前的 1 亿千瓦上调 50% 到 1.5 亿千瓦，每年新增 30GW 左右，同时，通过光伏行业规模化发展促进成本持续降低，力争到 2020 年让光伏电站建设和发电成本在 2015 年的基础上下降 20% 以上（中东部地区建设成本降至 7 元/瓦，西部地区建设成本降至 6 元/瓦），尽早实现用户侧平价上网。

“十三五”期间将加快推进中东部地区分布式光伏发电和西部地区光伏电

站规模化发展，推进重点经济带及重点生态保护区高比例光伏应用、光伏发电综合利用基地、光伏扶贫、高比例可再生能源示范区、大型光伏发电基地、光伏发电综合治理与“领跑者计划”等六大重点工程。

分布式光伏是我国新能源十二五末、十三五规划重点主推的能源利用形式，具有重要的战略意义。自国家能源局 2014 年 9 月 4 日发布《关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》重要文件至今，国家能源主管部门又相继出台了《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》、《关于推进分布式光伏发电应用示范区建设的通知》、《2015 年光伏发电建设实施方案（征求意见稿）》等后续文件。文件核心精神明确了国家将在十二五末期至十三五全程力推分布式光伏应用——未来国内市场光伏装机类型将与美日德等国接轨，地面集中式电站占据绝大部分份额的局面将逐渐演变成分布式、集中式电站并举。除此之外，文件还先后提出了十三五光伏 100GW 的目标，放大了分布式光伏的范畴（地面分布式），并且解决了一直困扰分布式发展的电价兜底等关键性问题，为分布式光伏爆发式增长提供了政策托底。

在国家大力发展绿色建筑和光伏建筑一体化的政策之下，公司未来以绿色建筑业务为发展总方向，不断扩大光伏建筑一体化业务及绿色建筑设计咨询业务，同时把幕墙业务作为基础业务，保持其稳步增长。

## 特别提示

本报告出自华融证券市场研究部，华融证券是深圳蓝波绿建集团股份有限公司新三板主办券商，也是该公司新三板做市商，目前持有深圳蓝波绿建集团股份有限公司股票 170 万股。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

## 投资评级定义

| 公司评级 |                                    | 行业评级 |                            |
|------|------------------------------------|------|----------------------------|
| 强烈推荐 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上     | 看好   | 预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上 |
| 推荐   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%   | 中性   | 预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平     |
| 中性   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内 | 看淡   | 预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上 |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上     |      |                            |

## 免责声明

华众营，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层(100020)

传真：010-85556173 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)