

# 中海阳 (430065) 年报点评

——业绩低于预期，16年受益于光热政策明确，看好公司成为光热核心设备供应商和综合服务商

## 报告原因：年报点评

事件：公司发布 2015 年年报，同时公告与中国核工业二三建设有限公司签订《太阳能光热电站项目合作协议（2016-2020）》，共同进行太阳能光热电站的开发、建设及综合利用。

### 市场数据：2016年3月23

转让方式	做市
收盘价(元)	5.10
每股净资产(元)	4.32
市净率	1.18
总市值(百万元)	1056

### 基础数据：2015年12月31日

总股本(百万)	207
可转让股份(百万)	164.67
净资产(百万元)	895
股东总户数(户)	1613
挂牌日期	2010-03-19
主办券商	华泰证券

### 相关研究

《中海阳(430065)从光伏EPC到太阳能综合服务,龙头转型蓄势待发》2015/04/29

### 证券分析师

李筱璇 A0230511040044  
lix@swsresearch.com

### 研究支持

叶俊仙 A0230114080003  
yejx@swsresearch.com

### 联系人

严晓欧  
yanxo@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **2015 业绩低于预期，应收账款居高不下。**公司 2015 年实现收入 8.57 亿，同比增长 17.6%，净利润 3056.5 万，同比减少 39.9%，扣非后净利润 1749.9 万元，同比减少 58.0%，全面摊薄 EPS0.15 元，低于我们的预期。从收入上来看，公司目前还是以太阳能光伏电站的系统集成为主，光热发电系统集成及设备供应基本未贡献收入，主要是因为光热相关政策的推行低于预期，但是光热生产基地等固定资产已经从 15 年开始产生折旧。同时，由于公司有一大部分项目都是在 15 年下半年开工，验收付款需等到 16 年上半年，导致应收账款居高不下，达到了 8.1 亿，按比例计提坏账也拖累了净利润。

● **光伏业务稳步推进，并逐渐从 EPC 提升到 BT 或 BTO 模式。**公司在光伏 EPC 行业的优势明显，和三峡集团等大型客户合作良好，电站建设的发电效益一直稳居行业前列。同时公司对各种地形地貌、不同业务类型的电站进行探索，承建了首个在长江支流水面上的中节能嘉兴 30MW 光伏发电“五水共治”示范项目，以及首个采煤沉陷区的中广核山西大同 100MWp 光伏电站项目。在此基础上公司利用自身行业优势投资建设并运营光伏电站，在高邮的电站已经实现并网和电费收入。公司转型的动力是（1）BT 或 BTO 比 EPC 的利润平均高 5-10%；（2）电站运营会带来稳定的电费收入。

● **光热业务蓄势待发，兼顾核心设备供应商和综合服务商。**我们预计国家 1GW 的示范电站项目的最终名单将会在四月初公布，随后就会全面动工。1GW 的电站总投资约为 300 亿，其中镜场投资占比约为 45%。公司作为核心设备供应商，已经投资建设了亚洲唯一一条可生产槽式发电全型号系列产品的柔性自动化连线的生产线，并通过国内外多个权威部门的认证，产品性能、参数指标都达到国际先进水平，是国内槽式光热试验项目的主要镜场提供商。同时与多个单位签署了未来五年的合作协议，共同开发太阳能光热电站以及综合利用。设备和系统建设的优势将有助于公司在光热示范电站建设中拔得头筹。

● **在 15 年的基础上适当调低盈利预测，但是坚定看好公司在光热产业的领先优势。**2015 年由于内部管理和外部政策等多重原因，公司整体发展不如预期。但是从 16 年起公司将光伏光热双轨道发展，光伏电站从 EPC 提升到毛利率更高的 BT 与 BTO 模式。光热电站无论是核心设备还是系统集成都具备先发优势，随着 16 年光热示范项目的正式动工，将带动公司光热板块的全面爆发。我们预计 16-18 年的 EPS 为 0.30、0.47 和 0.69，三年 CAGR 为 51%。今日股价对应的 PE 为 17、11、7 倍，建议投资者持续关注。

### 财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	728	857	1091	1273	1457
同比增长率(%)		17.6%	27.3%	16.7%	14.4%
净利润(百万元)	51	31	62	97	142
同比增长率(%)		-39.9%	104.6%	55.6%	46.2%
每股收益(元/股)	0.25	0.15	0.30	0.47	0.69
毛利率(%)	24.7%	25.9%	26.8%	28.9%	31.1%

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；每股收益按最新总股本全面摊薄算

表 1: 盈利预测表

单位: 百万元, 元, 百万股

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	81099	104254	72817	85,664	109,067	127,334	145,680
二、营业总成本	77433	96911	67533	84,130	101,638	115,714	128,557
其中: 营业成本	62325	82533	54867	63,508	79,837	90,535	100,374
营业税金及附加	592	678	538	911	1,309	1,528	1,748
销售费用	1727	2173	1712	1,970	2,618	3,565	4,079
管理费用	6681	7488	7610	10,474	11,670	13,752	15,879
财务费用	2279	2550	3527	5,333	4,352	4,120	3,965
资产减值损失	3828	1489	(722)	1,934	1,852	2,214	2,512
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	(0)	0	0	0
三、营业利润	3666	7344	5284	1,534	7,429	11,620	17,123
加: 营业外收入	149	479	1037	1,573	320	350	300
减: 营业外支出	26	26	27	37	40	45	51
四、利润总额	3789	7797	6294	3,070	7,709	11,925	17,372
减: 所得税	543	1271	1214	18	1,465	2,206	3,162
五、净利润	3245	6526	5080	3,053	6,245	9,719	14,210
少数股东损益	(22)	(17)	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净利润	3267	6542	5084	3,053	6,245	9,719	14,210
六、基本每股收益	0.23	0.39	0.27	0.15	0.30	0.47	0.69
全面摊薄每股收益	0.23	0.36	0.25	0.15	0.30	0.47	0.69

资料来源: 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。