

2017年08月23日

中来股份 (300393.SZ)

公司快报

证券研究报告

背膜稳步增长，高效电池加速推进

■事件：中来股份发布 2017 年半年报，报告期内，公司实现营收 15.71 亿元，同比增长 158.8%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 89.63%；实现扣非后归母净利润 1.30 亿元，同比增长 61.61%；基本每股收益 0.84 元/股，同比增长 90.91%；ROE 为 14.78%，同比增长 5.44%。同时，公司公告每 10 股派息 1.5 元。

■背膜业务仍是业绩贡献主力，新增电池及组件业务开始贡献收入：上半年公司实现营业收入 15.71 亿元，同比增长 158.80%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 89.63%：1) 背膜业务实现收入 9.45 亿元，同比增长 56.84%，毛利率 30.76%，同比下降 1.31%，预计贡献净利润 1.2 亿元；2) 新增电池及组件业务实现收入 5.99 亿元，毛利率 9.07%，其中电池业务实现收入 4.11 亿元，毛利率 7.74%，组件业务实现收入 1.88 亿元，毛利率 11.96%。净利润增速低于收入增速，主要是因为背膜业务毛利率同比下降 1.31%，且新增电池及组件业务毛利率均较低，拉低公司综合毛利率至 22.41%，同比下降 9.02%；同时，销售费用、管理费用及财务费用分别同比大幅增长 76.59%、106.25%及 190.39%。

■背膜业务实现稳步增长：2016 年 9 月，年产 1600 万平方米涂覆型太阳能电池背膜扩建项目建成投产，大大提升了公司的背膜生产能力。上半年，公司背膜产能进一步提升，根据公告，公司已成为全球最大的太阳能电池背膜供应商，市场占有率位居全球第一，可满足客户全系列背膜的即时供应。上半年，国内光伏新增装机 24.4GW，同比增长 9%，带动公司背膜销量同比大幅增长，背膜销售收入 9.45 亿元，同比增长 56.84%，毛利率 30.76%，同比下降 1.31%，主要是背膜价格下降所致。公司对背膜业务持续加大研发投入，推动产品性能不断提升，成本不断下降，上半年，公司背膜研发费用支出为 2,270.59 万元，同比增长 41.72%，占背膜营收的 2.38%。

■高效电池加速推进：2016 年初，公司非公开发行股票募集资金拟投资建设“年产 2.1GW N 型单晶双面太阳能电池项目”，共建设 14 条生产线。截至 2017 年上半年，已有五条生产线共 0.75GW 产能建成投产，上半年，N 型单晶双面电池实现销量 306MW，毛利率仅 9.07%，主要是因为产能爬坡初期，折旧等固定成本较高，随着产能逐步建成投产，预计毛利率有较大改善空间。上半年，公司与衢州绿色产业集聚区管委会签署了《投资协议书》，公司拟在浙江衢州投资光伏产业园项目，建设年产 10GW N 型单晶 IBC 双面太阳能电池项目，其中一期建设 3GW N 型单晶 IBC 双面太阳能电池项目，项目正处于稳步推进中，截

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**64.8 元**
股价 (2017-08-22) **44.73 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,176.42
流通市值 (百万元)	3,440.26
总股本 (百万股)	182.80
流通股本 (百万股)	76.91
12 个月价格区间	36.10/59.65 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.3	-15.66	39.81
绝对收益	-11.91	-14.16	23.55

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 报告联系人
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

中来股份：背膜龙头，高效电池加速布局/邓永康 2017-07-26

至报告期末，一期 3GW 项目正处于环评公示中，公司在高效电池领域的战略布局正在加速落地。随着光伏平价对高效电池需求的提升，公司的高效电池优势将得到体现，订单有望加速落地从而带动公司业绩实现快速增长。

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 3.94 亿元、6.19 亿元和 7.64 亿元，对应 EPS 分别为 2.16 元、3.39 元和 4.18 元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 64.8 元。

■**风险提示：**光伏装机需求低于预期，募投电池项目投产进度低于预期等。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	734.0	1,387.7	3,469.3	6,071.2	8,803.3
净利润	107.7	165.2	394.1	619.2	764.3
每股收益(元)	0.59	0.90	2.16	3.39	4.18
每股净资产(元)	4.56	5.29	7.79	11.19	15.37
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	75.9	49.5	20.7	13.2	10.7
市净率(倍)	9.8	8.5	5.7	4.0	2.9
净利润率	14.7%	11.9%	11.4%	10.2%	8.7%
净资产收益率	12.9%	17.1%	27.7%	30.3%	27.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.9%	30.9%	40.6%	24.9%	38.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034