

中来股份（300393）点评报告

首次中标组件大单，高效单晶获得认可 买入（维持）

2017 年 02 月 15 日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

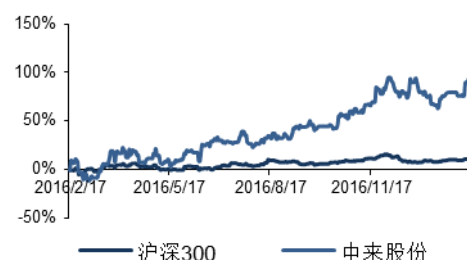
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **联合中标 800MW 光伏组件集采：**公司发布公告，公司收到中标通知书，确认为中海集团国际贸易有限公司 800MW 光伏发电项目组件集中招采中标单位之一。
- **单晶产品首次中标，将增厚公司业绩：**根据公告，公司作为中标单位之一，目前分配份额尚不确定，中标数量将在 3 月 13 日前签订合同中确定。而根据中国采购与招标网发布的招标及中标结果公告：1) 中海集团国际贸易有限公司为葛洲坝电力集团下属公司；2) 常州天合、合肥晶澳、英利能源、中来光伏、无锡尚德为排名前五的招标人，将作为战略合作供应商；3) 投标报价不高于 3.05 元/W，单项合同价格与市场询价有关（+2%范围内）。考虑到公司 N 型高效单晶产品的比较优势，预计公司中标份额相对较大。公司目前产能主要在电池环节，组件将采用 OEM 的方式交付。若公司能够签订正式项目合同并顺利实施，将对公司经营业绩产生积极的影响。
- **高效单晶产品获认可，放量在即：**公司于 2016 年 2 月公告“2.1GW N 型单晶双面电池项目”三年期定增。其中实际控制人出资 11.8 亿元，认购 0.5 亿股，大比例认购彰显了公司有光伏辅材往上游核心环节转型的决心以及对募投项目的信心。2016 年 9 月份其中两条产线（300MW）已经投产，预计 2017 年上半年将具备 1GW 产能，到 2017 年年底之前全部 2.1GW 产能将全部建成投产。届时，公司将具备全球最大的 N 型单晶双面电池产能。此次公司中标大额组件招采项目，证明了公司的高效单晶产品获得认可，而随着公司产能建设的逐步完成，单晶电池将逐步放量。
- **背板募投项目投产，产能扩张市占率提升，业绩大幅提升：**公司全球太阳能电池背膜产业的龙头，自 2008 年成立以来，凭借涂覆型背膜技术形成对传统背膜的替代，业绩实现了快速发展。2016 年得益于：1) 行业需求旺盛：国内光伏市场在上半年抢装及 4 季度回暖，全年装机超 34GW，同比翻番以上增长，受此带动，全球装机预计将达到 65-70GW，同比增长 30%以上。2) 产能扩张：公司募投项目逐步投产，并于 2016 年 9 月全部建成投产，产能释放，产销量增加。测算公司 2016 年背板出货 7000-8000 万平米，对应于 11.3-12.9GW 组件用量，约占全球背膜市场份额的 16%~19%之间，行业第一。2017 年随着有效产能的增加，预计市占率将进一步提升。盈利能力方面，根据三季报数据，前三季度毛利率达到 31.07%，考虑到其他业绩的拖累以及进入 4 季度以来行业需求回暖，光伏产业链价格的回升，全年背板业务毛利率预计维持在 31%以上。
- **股权激励方案出台，助力公司业绩增长：**2016 年 9 月底，公司公告股权激励方案，拟以 19.61 元/股的价格，向公司的董事、高管、中层、核心技术人员共计 50 人，定向增发 436 万股，首次授予 398 万股，锁定期 4 年，解锁条件分别为 2016-2018

股价走势



市场数据

收盘价（元）	50.96
一年最低价/最高价	52.99/42.02
市净率（倍）	10.0908
流通 A 股市值（百万元）	3919.36

基础数据

每股净资产（元）	4.96
资本负债率（%）	52.54%
总股本（百万股）	182.7950
流通 A 股（百万股）	76.9105

相关研究

1. 背膜放量业绩大增，N 型电池接力成长（2017-01-22）

年业绩较在 2015 年的基础上增长不低于 30%、70%、110%，行权条件相对容易。其中公司首席技术官刘勇获得 60 万股，占比 12.55%，占公司总股本的 0.33%，比例最高。刘勇先生曾供职于晶澳 CTO、中芯国际北京厂长等要职，技术能力突出、管理经验丰富，将为公司 N 型单晶双面电池的建设、生产保驾护航。

- **投资建议：**我们预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 2.01、4.15、6.13 亿元，同比分别增长 87.0%、105.8%、47.9%，不考虑增发摊薄，EPS 分别为 1.10 元、2.27 元、3.35 元。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 68.0 元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏行业需求不达预期；募投电池项目投产不达预期；光伏产品价格大幅下降等

图表 1：中来股份三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1046.9	1436.8	3239.2	4629.3	营业收入	734.0	1419.8	3819.0	5911.5
现金	337.1	337.0	334.2	336.1	营业成本	497.0	975.7	2934.5	4660.3
应收款项	494.4	778.0	1988.0	2915.3	营业税金及附加	3.1	7.1	17.2	23.6
存货	147.9	267.3	723.6	1021.4	营业费用	13.6	28.4	70.7	106.4
其他	67.4	54.5	193.4	356.5	管理费用	70.0	121.8	268.4	355.8
非流动资产	551.3	1336.2	2324.3	2918.3	财务费用	5.0	6.7	37.2	51.4
长期股权投资	14.7	25.3	35.9	46.5	投资净收益	-12.3	-20.0	5.0	10.0
固定资产	487.6	1263.0	2241.6	2826.1	其他	-4.4	-13.9	6.1	11.1
无形资产	33.3	32.2	31.1	30.0	营业利润	128.6	246.2	502.1	735.1
其他	15.7	15.7	15.7	15.7	营业外净收支	3.2	4.0	5.0	6.0
资产总计	1598.2	2773.1	5563.4	7547.6	利润总额	131.8	250.2	507.1	741.1
流动负债	515.0	1246.8	3521.8	4275.5	所得税费用	24.1	45.7	86.2	118.6
短期借款	120.8	449.4	1153.0	507.0	少数股东损益	0.0	3.1	6.3	9.3
应付账款	359.3	721.8	2170.7	3447.3	归属母公司净利润	107.7	201.4	414.6	613.2
其他	34.8	75.6	198.1	321.2	EBIT	154.8	287.9	529.3	766.5
非流动负债	200.0	500.0	700.0	1433.3	EBITDA	179.2	320.8	604.6	885.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	200.0	500.0	700.0	1433.3	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	715.0	1746.8	4221.8	5708.8	每股收益(元)	0.90	1.10	2.27	3.35
少数股东权益	48.9	51.1	55.5	62.0	每股净资产(元)	6.98	5.34	7.04	9.72
归属母公司股东权益	834.3	975.3	1286.2	1776.7	发行在外股份(百万股)	119.5	182.8	182.8	182.8
负债和股东权益总计	1598.2	2773.1	5563.4	7547.6	ROIC(%)	13.9%	19.2%	22.5%	24.5%
					ROE(%)	12.9%	20.7%	32.2%	34.5%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	31.9%	30.8%	22.7%	20.8%
经营活动现金流	102.9	555.7	455.6	973.6	EBIT Margin(%)	21.1%	20.3%	13.9%	13.0%
投资活动现金流	-222.5	-824.0	-1058.3	-703.0	销售净利率(%)	14.7%	14.2%	10.9%	10.4%
筹资活动现金流	192.6	268.2	599.9	-268.6	资产负债率(%)	44.7%	63.0%	75.9%	75.6%
现金净增加额	73.1	-0.1	-2.8	1.9	收入增长率(%)	54.2%	93.4%	169.0%	54.8%
折旧和摊销	24.4	32.8	75.3	119.0	净利润增长率(%)	-8.3%	87.0%	105.8%	47.9%
资本开支	-298.8	-813.4	-1047.7	-692.5	P/E	56.54	46.25	22.47	15.19
营运资本变动	147.7	304.3	-33.7	244.9	P/B	7.30	6.24	4.73	3.43
企业自由现金流	27.4	-241.0	-566.8	315.3	EV/EBITDA	37.97	24.43	17.05	13.32

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

