

2017 年 02 月 16 日

证券研究报告·动态跟踪报告

中来股份 (300393) 电气设备

买入 (维持)

当前价: 50.96 元

目标价: 67 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

中标央企大单，高效单晶备受市场青睐

投资要点

- **事件:** 公司于 2017 年 2 月 14 日收到江苏正源工程项目管理有限公司南京分公司下发的《中标通知书》，确认中来股份为中海集团国际贸易公司 800MW 光伏发电项目光伏组件集中采购及相关服务中标单位之一。
- **随着领跑者计划的推进，高效电池片得到市场验证:** 2015 年山西大同的第一个领跑者基地实施；2016 年，国家批复了 8 个领跑者基地，成功完成招商。2016 年领跑者项目在整个行业是非常有影响力的发展方式。通过领跑者基地的实施，市场上对于先进技术产品的需求明显增强，不管是在行业先进产品推进方面或是促进成本下降方面，均取得令人瞩目的成绩。山西阳泉的中标平均电价是 0.75 元，和常规电价相比降幅 23.5%，内蒙古包头中标的平均电价是 0.57 元，和标准电价比下降了 28%。中来股份高效电池片的单位面积发电量提高 10-30%，初始安装成本降低 25%，全生命周期发电量增加 24%，运维成本降低 10%，从而使得 IRR 提高 4%，呈现供不应求的局面。
- **第二期单晶高效电池正式开工，即将拥有 N 型双面电池全球最大产能:** 中来股份拟投资 15 亿新建 14 条共计 2.1GW 的高效电池片生产基地。2016 年 9 月第一期项目开工，进展迅速。2017 年 2 月初，第二期项目也正式开工。预计全部产线能够在年底全部投产，2018 年全部达产，届时中来股份将拥有全球最大的 N 型双面电池片的产能。高效电池片的市场格局将发生巨大变化，预计中来股份在其中占比将从 8% 提升至 22%，业绩在未来 3 年内将保持高速增长。
- **中标央企大单，保证 2017 业绩:** 中标中海证明了公司下游拓展能力。公司的背膜已是市占率第一，中来品牌已在客户群体中有了相当的知名度，所以它的电池片在技术过硬的前提下，能够迅速向市场推广。市场和渠道，不是问题。该订单为中来股份电池片的突破，将起到强示范性作用。预计 2017 年电池片出货量能够大幅度提升，从而保证今年的业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 公司近三年业绩高增长，归母净利润复合增速高达 72.5%。若按增发摊薄后计算，2016-2018 年 EPS 分别为 0.99 元、1.31 元和 2.30 元，对应 2017 年 PE 为 39 倍。我们给予 2017 年 50 倍估值，对应目标价 67 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 光伏电站上网电价或大幅下调风险；公司定增进度或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	734.04	1196.81	3854.83	6115.60
增长率	54.24%	63.05%	222.09%	58.65%
归属母公司净利润 (百万元)	107.69	181.41	314.89	553.01
增长率	-8.33%	68.46%	73.58%	75.62%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.99	1.31	2.30
净资产收益率 ROE	12.20%	17.40%	11.72%	17.41%
PE	87	52	39	22
PB	10.59	8.97	3.48	2.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

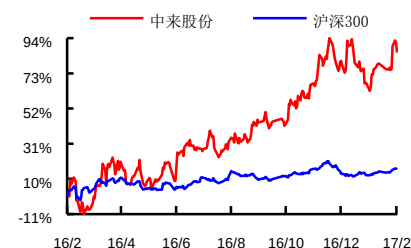
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 谭菁

电话: 010-57631196

邮箱: tanj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.83
流通 A 股(亿股)	0.77
52 周内股价区间(元)	29.97-53.34
总市值(亿元)	93.15
总资产(亿元)	27.40
每股净资产(元)	5.15

相关研究

1. 中来股份 (300393): 把握高效、单晶风口，背膜龙头占尽优势 (2016-11-29)
2. 中来股份 (300393): 主营高增长，静待新项目落地 (2016-08-12)
3. 中来股份 (300393): 大规模切入单晶高效电池片，华丽演出即将开场 (2016-02-18)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	734.04	1196.81	3854.83	6115.60	净利润	107.70	181.44	314.93	553.09
营业成本	497.02	856.65	3026.10	4720.47	折旧与摊销	24.35	32.17	47.90	59.72
营业税金及附加	3.13	5.10	16.44	26.09	财务费用	5.01	2.16	6.97	11.05
销售费用	13.59	23.94	77.10	122.31	资产减值损失	8.81	50.00	50.00	50.00
管理费用	65.46	119.68	385.48	611.56	经营营运资本变动	-42.53	-179.82	-989.56	-904.52
财务费用	5.01	2.16	6.97	11.05	其他	-0.40	-129.97	-139.95	-149.93
资产减值损失	8.81	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	102.95	-44.01	-709.71	-380.59
投资收益	-12.26	80.00	90.00	100.00	资本支出	-285.16	-300.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.19	-0.03	-0.05	-0.07	其他	62.66	79.97	89.95	99.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-222.50	-220.03	-110.05	49.93
营业利润	128.56	219.25	382.69	674.06	短期借款	43.63	79.64	-191.47	586.23
其他非经营损益	3.23	2.77	2.68	2.73	长期借款	-9.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	131.79	222.02	385.37	676.79	股权融资	9.02	0.00	1366.52	0.00
所得税	24.09	40.58	70.44	123.70	支付股利	-23.90	-21.91	-36.91	-64.06
净利润	107.70	181.44	314.93	553.09	其他	172.85	-11.14	-6.97	-11.05
少数股东损益	0.01	0.02	0.04	0.07	筹资活动现金流净额	192.60	46.58	1131.18	511.12
归属母公司股东净利润	107.69	181.41	314.89	553.01	现金流量净额	73.11	-217.46	311.42	180.46
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	337.14	119.68	431.10	611.56	成长能力				
应收和预付款项	519.13	848.71	2746.92	4353.93	销售收入增长率	54.24%	63.05%	222.09%	58.65%
存货	147.92	255.12	901.81	1406.88	营业利润增长率	-5.40%	70.54%	74.55%	76.14%
其他流动资产	42.69	69.60	224.18	355.66	净利润增长率	-8.32%	68.46%	73.58%	75.62%
长期股权投资	14.71	14.71	14.71	14.71	EBITDA 增长率	1.14%	60.57%	72.55%	70.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	487.57	759.20	915.10	909.17	毛利率	32.29%	28.42%	21.50%	22.81%
无形资产和开发支出	33.35	29.55	25.75	21.94	三费率	11.45%	12.18%	12.18%	12.18%
其他非流动资产	15.66	15.66	15.66	15.66	净利率	14.67%	15.16%	8.17%	9.04%
资产总计	1598.17	2112.23	5275.22	7689.51	ROE	12.20%	17.40%	11.72%	17.41%
短期借款	111.83	191.47	0.00	586.23	ROA	6.74%	8.59%	5.97%	7.19%
应付和预收款项	380.80	655.01	2306.59	3600.07	ROIC	17.44%	18.91%	16.69%	17.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.51%	21.19%	11.35%	12.18%
其他负债	222.36	223.03	281.36	326.92	营运能力				
负债合计	714.99	1069.51	2587.95	4513.21	总资产周转率	0.55	0.65	1.04	0.94
股本	119.49	182.80	240.60	240.60	固定资产周转率	3.25	3.18	6.55	8.43
资本公积	335.67	272.37	1581.08	1581.08	应收账款周转率	3.17	2.98	3.67	2.95
留存收益	379.13	538.63	816.62	1305.57	存货周转率	3.89	4.25	5.23	4.09
归属母公司股东权益	834.27	993.79	2638.30	3127.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.01%	—	—	—
少数股东权益	48.90	48.93	48.97	49.05	资本结构				
股东权益合计	883.17	1042.72	2687.27	3176.30	资产负债率	44.74%	50.63%	49.06%	58.69%
负债和股东权益合计	1598.17	2112.23	5275.22	7689.51	带息债务/总负债	15.64%	17.90%	0.00%	12.99%
					流动比率	2.03	1.49	1.80	1.56
					速动比率	1.75	1.19	1.42	1.23
					股利支付率	22.19%	12.08%	11.72%	11.58%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	157.92	253.58	437.56	744.83	每股收益	0.59	0.99	1.31	2.30
PE	86.87	51.57	39.11	22.27	每股净资产	4.83	5.70	14.70	17.38
PB	10.59	8.97	3.48	2.95	每股经营现金	0.56	-0.24	-3.88	-2.08
PS	12.75	7.82	2.43	1.53	每股股利	0.13	0.12	0.20	0.35
EV/EBITDA	37.26	37.11	27.12	16.48					
股息率	0.26%	0.23%	0.39%	0.68%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn