

2017 年 03 月 03 日

证券研究报告

点评报告

光伏设备/电源设备/电气设备

中来股份（300393）业绩快报点评

——募投产能释放带来业绩高增，后续动力更强劲

事件：

2017年2月28日，公司公告2016年业绩快报，2016年公司实现营业收入13.68亿元，同比增长86.39%；实现归属上市公司股东净利润1.92亿元，同比增长78.41%。

投资要点：

◆公司是国内光伏背膜龙头，涂覆式背膜打破了国外垄断，目前光伏背膜市占率达 15%，位居国内第一。由于涂覆式背膜比复膜型背膜成本下降了接近 40%，目前公司光伏背膜产能 4200 万平方米。在光伏上网电价逐级下调的大趋势下，光伏组件厂商更加倾向于使用涂覆式背膜，公司未来光伏背膜的市占率有望进一步提升。

◆公司正在计划定向增发募集资金投建 2.1GW 的国内第一条 N 型双面单晶电池生产线，也是目前全球最大的 N 型双面单晶电池生产线。公司生产的 N 型双面单晶电池片正面平均效率 21%，156*156mm 平均功率 5.08W，60 片封装组件功率超过 300W，叠加电池板背面贡献的 20%-30% 的发电量增益，整个 N 型双面单晶电池的实际转换效率可达 25.3%。目前公司已经通过自有资金前期投入建成产能 1GW，预期 2.1GW（4.13 亿片）将在 2017 年底全部建成投产。

◆公司与单晶龙头建立了深度合作，稳定了公司 N 型单晶电池的原材料供应以及下游出货渠道。隆基股份及乐叶光伏与公司签署了战略合作协议，乐叶光伏将在 2016-2018 年向中来股份采购 50%以上的单晶电池片，公司也将优先采购隆基股份的单晶硅片。同时公司也与单晶硅片主要厂商之一的卡姆丹克签署了战略合作协议，公司将优先采购卡姆丹克提供的超级 N 型单晶光伏硅片。

投资评级	买入
评级变动	首次评级
总股本	1.82 亿股
流通股本	0.77 亿股
ROE	21.18%
EPS	1.07 元
当前股价	56.30 元

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

联系电话：0592-2079825

地址：厦门市深田路 46 号
深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司



◆公司与主要光伏电站投资商建立了深度的合作关系，进一步保障公司 N 型单晶电池下游出货渠道畅通。中民投旗下的中民新能子公司中民新光战略入股中来电力成为其控股股东，增资后的中来电力将主要投资分布式光伏 EPC 项目。公司还参与了联合国开发计划署主办、招商新能源承建的首个 100MW “熊猫电站”项目，为其提供 N 型双面单晶电池产品，未来五年内招商新能源将建设 100 座 “熊猫电站”。

投资建议：

公司目前定向增发已经过会，计划定增不超过 5780 万股，募集资金 13.6 亿，其中大股东林建伟计划现金认购 11.8 亿元，价格 23.64 元；公司首期股权激励价格 19.61 元。基于 2017/2018 年公司光伏背膜原材料价格维持稳定、N 型单晶电池片产能逐步释放、2017/2018 年电池片硅片价差均值回升至 3.50/片的核心假设，考虑到 2017 年定增完成对股本的摊薄，我们预测中来股份 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 1.05 元、1.85 元、2.10 元，对应目前 PE 分别为 52.7 倍、31.3 倍、27.1 倍，首次给予其 “买入” 的投资评级。

风险提示：

单晶替代多晶进程不及预期；公司 N 型单晶电池片投产进度不及预期；N 型单晶电池片毛利下滑；成本大幅上升。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	475.90	734.04	1368.15	2500.00	3500.00
增长率(%)	37.79%	54.24%	86.39%	82.73%	40.00%
归母净利润（百万元）	117.47	107.69	192.16	338.21	384.20
增长率(%)	20.23%	-8.33%	78.44%	76.01%	13.60%
EPS（元）	0.643	0.589	1.051	1.850	2.102
毛利率	41.20%	32.29%	27.50%	27.00%	24.00%
净资产收益率	15.84%	12.91%	19.10%	25.83%	23.24%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	475.90	734.04	1368.15	2500.00	3500.00
减：营业成本	279.82	497.02	991.91	1825.00	2660.00
营业税金及附加	2.41	3.13	5.84	10.66	14.93
营业费用	9.13	13.59	27.36	50.00	70.00
管理费用	38.13	65.46	123.82	225.00	315.00
财务费用	4.43	5.01	-3.83	-5.16	-8.34
资产减值损失	5.37	8.81	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.89	-12.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.19	-0.19	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	135.90	128.56	223.05	394.50	448.41
加：其他非经营损益	2.72	3.23	3.05	3.45	3.65
利润总额	138.62	131.79	226.10	397.95	452.06
减：所得税	21.15	24.09	33.92	59.69	67.81
净利润	117.47	107.70	192.19	338.26	384.25
减：少数股东损益	0.00	0.01	0.03	0.05	0.05
归母净利润	117.47	107.69	192.16	338.21	384.20

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	-73.39	104.27	91.15	-83.30	421.70
投资性现金净流量	-145.59	-222.50	2.59	2.93	3.10
筹资性现金净流量	354.49	192.60	-128.12	-30.24	-31.88
现金流量净额	135.51	74.43	-34.38	-110.61	392.92

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	323.10	319.22	284.84	174.23	567.15
应收和预付款项	388.00	519.13	980.15	1759.69	2078.12
存货	107.61	147.92	317.66	538.95	709.58
其他流动资产	2.76	42.69	42.69	42.69	42.69
长期股权投资	4.11	14.71	14.71	14.71	14.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	202.95	487.57	433.10	378.63	324.17
无形资产和开发支出	17.92	33.35	29.35	25.35	21.34
其他非流动资产	0.00	12.50	12.50	12.50	12.50
资产总计	1046.46	1577.08	2114.99	2946.75	3770.26
短期借款	68.20	111.83	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	217.37	373.07	850.74	1379.65	1859.13
长期借款	9.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.42	209.00	209.00	209.00	209.00
负债合计	304.99	693.91	1059.74	1588.65	2068.13
股本	119.49	119.49	119.49	119.49	119.49
资本公积	326.65	335.67	335.67	335.67	335.67
留存收益	295.33	379.11	551.15	853.96	1197.94
归属母公司股东权益	741.48	834.27	1006.31	1309.12	1653.11
少数股东权益	0.00	48.90	48.93	48.98	49.03
股东权益合计	741.48	883.17	1055.24	1358.10	1702.13
负债和股东权益合计	1046.46	1577.08	2114.99	2946.75	3770.26

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。