

证券研究报告

公司研究——年报点评

中来股份（300393.sz）



上次评级：买入，2017.01.23

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《光伏高效产品之年核心标的，业绩有望延续高增长》201701

《定增过会，新业务开启新成长》201611

《背膜销量大增，向核心产业链拓展》2016.05

《光伏背膜龙头，内生+外延成就高成长》2015.12

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

把控核心技术推动行业平价上网，高效单晶是爆发点

2017年04月14日

事件：2017年4月13日公司发布2016年公司年报，2016年公司实现营业收入13.88亿元，同比增长89.05%，实现归属于上市公司股东的净利润1.65亿元，同比增长53.37%，实现基本每股收益0.92元/股。

其中，2016年第四季度实现营业收入4.93亿元，同比增长77.04%，实现归属于上市公司股东的净利润为0.41亿元，同比增长6.34%，实现基本每股收益0.22元/股。

点评：

- **第四季募投项目产能逐渐释放，拉动业绩高增长。**公司业绩高增长主要是由于2016年9月背膜募投项目全部建成并逐渐释放产能。全年公司背膜产品营业收入达到13亿元，同比增加86.26%，实现毛利率32.20%，市场占有率位居全国第一。2017年我国光伏装机容量将保持稳定，加上公司产能仍有爬坡能力，因此公司背膜产品仍然能带来一定增量。我们预计2017年公司背膜产品市场占有率将进一步提升。
- **单晶高效产品产能逐渐释放，将助力公司业绩继续高增长。**2016年公司启动了“年产2.1GW N型单晶双面太阳能电池项目”，截至2016年年底，该项目已有两条线投产，具备产能300MW。公司2017年2月份收到江苏正源工程项目管理公司的中标通知书，确认为中海集团国际贸易有限公司800MW光伏发电项目光伏组件集中采购及相关服务的中标单位之一，说明公司生产的高效单晶电池得到业界认可，也证明了公司向下游拓展的能力。随着2017年其余生产线逐渐建成投产，公司高效单晶电池产能将逐渐释放，项目建成后，公司将成为全球最大的N型单晶双面电池规模化生产企业。我们预计，单晶高效产品将在未来几年成为公司业绩的新增长点。我们预计2017年是光伏高效产品之年，拓展高效产品的公司将充分受益。在光伏高效产品中，中期我们看好N型单晶双面等电池，长期我们看好IBC等高效电池；中来股份具有开发生产这些光伏高效电池的核心能力，是我们推荐的行业核心标的。公司目前已经完成了新型N型IBC双面电池和新型组件的设计与初步试验，为公司未来的技术升级、产品换代奠定基础，公司有望在未来两年内完成将此产品量产，进一步提升公司发展空间。
- **掌握核心技术推动行业平价上网：立足背膜产业，加快核心产业链布局。**公司是全球首家背膜产品同时获得美国UL、德国TUV、日本JET国际认证及中国CQC认证的企业；2017年，公司规划在保持原有客户的基础上，深化市场开发，不断导入国内外优质客户，丰富产品结构，进一步提高公司背膜产品全球市场占有率；同时，公司将进一步加强研发力度，重点关注新型背膜产品的研发、背膜的降本工艺。在核心产业链方面，公司是第一家TUV莱茵颁发N型单晶双面透明组

件认证证书的光伏企业，未来公司将继续致力于 N 型单晶双面电池的核心技术指标的提升（目前电池片转换效率正面达 21.5%，背面达 19%，其转换效率处于国内领先水平），持续增强公司的竞争优势，进而推动行业平价上网；同时，公司将加速电池生产线的建设和电池产能的扩张，实现公司 N 型单晶双面太阳能电池技术的高效化、产能的规模化、市场的全球化，形成 N 型单晶双面电池生产和技术的全球领先地位。

- **后续订单将持续释放：新签订 600MW 高效单晶电池合同，推动业绩增长。** 公司 4 月 12 日晚发布公告，公司全资子公司泰州中光电科技有限公司与江苏中军金控新能源有限公司签署了《600MWp 光伏并网电站项目光伏组件设备采购合同》，合同金额总计 20.28 亿元，本次合同金额占 2016 年公司营业收入的 146.1%。此次合同预计将在未来 1 年内逐步执行，将会进一步推动公司高效电池业务业绩的增长。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 39.15 亿元、64.18 亿元、90.18 亿元，同比增加 182.11%、63.94%、40.52%，归母净利润分别为 3.30 亿元、5.04 亿元、7.39 亿元，同比增加 99.83%、52.62%、46.76%。暂不考虑非公开发行，以当前股本 1.83 亿股为基数，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.81 元、2.76 元、4.04 元，对应 4 月 13 日收盘价（59.65 元）的市盈率分别为 33、22 和 15 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**光伏高效电池业务大幅拓展；度电成本下降等因素导致行业需求提升；外延式拓展有进展。
- **风险因素：**1、光伏电池背膜竞争加剧导致毛利率下滑； 2、高效电池等新业务拓展低于预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	734.04	1,387.71	3,914.90	6,417.91	9,018.46
增长率 YoY %	54.24%	89.05%	182.11%	63.94%	40.52%
归属母公司净利润(百万元)	107.69	165.16	330.06	503.72	739.27
增长率 YoY%	-8.33%	53.37%	99.83%	52.62%	46.76%
毛利率%	32.29%	30.85%	23.55%	23.11%	23.54%
净资产收益率 ROE%	13.67%	18.34%	29.16%	32.52%	34.06%
每股收益 EPS(元)	0.90	0.90	1.81	2.76	4.04
市盈率 P/E(倍)	101	66	33	22	15
市净率 P/B(倍)	13.1	11.3	8.4	6.1	4.3

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 4 月 13 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,046.88	2,139.83	4,599.37	7,471.29	10,482.01
货币资金	337.14	694.31	707.84	1,208.93	1,786.33
应收票据	158.41	318.40	898.25	1,472.55	2,069.23
应收账款	305.65	422.21	1,191.10	1,952.64	2,743.85
预付账款	24.73	190.94	595.51	981.88	1,372.15
存货	147.92	307.01	999.70	1,648.32	2,303.47
其他	73.02	206.97	206.97	206.97	206.97
非流动资产	551.29	1,329.82	1,718.55	2,125.50	2,548.40
长期投资	14.71	99.12	99.12	99.12	99.12
固定资产	258.63	688.78	1,062.02	1,456.48	1,851.26
无形资产	33.35	67.91	80.07	96.69	113.05
其他	244.60	474.00	477.33	473.21	484.96
资产总计	1,598.17	3,469.65	6,317.92	9,596.79	13,030.41
流动负债	514.99	1,183.94	3,502.15	6,077.30	8,571.65
短期借款	111.83	157.20	657.20	1,457.20	2,157.20
应付账款	183.52	437.94	1,365.89	2,252.09	3,147.23
其他	219.64	588.79	1,479.06	2,368.00	3,267.22
非流动负债	200.00	1,288.09	1,488.09	1,688.09	1,888.09
长期借款	0.00	618.28	818.28	1,018.28	1,218.28
其他	200.00	669.81	669.81	669.81	669.81
负债合计	714.99	2,472.02	4,990.24	7,765.39	10,459.73
少数股东权益	48.90	30.71	30.71	30.72	30.72
归属母公司股东权益	834.27	966.91	1,296.97	1,800.69	2,539.95
负债和股东权益	1598.17	3469.65	6317.92	9596.79	13030.41

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	734.04	1,387.71	3,914.90	6,417.91	9,018.46
同比	54.24%	89.05%	182.11%	63.94%	40.52%
归属母公司净利润	107.69	165.16	330.06	503.72	739.27
同比	-8.33%	53.37%	99.83%	52.62%	46.76%
毛利率	32.29%	30.85%	23.55%	23.11%	23.54%
ROE	13.67%	18.34%	29.16%	32.52%	34.06%
每股收益(元)	0.90	0.90	1.81	2.76	4.04
P/E	101	66	33	22	15
P/B	13.1	11.3	8.4	6.1	4.3
EV/EBITDA	45.32	41.18	22.76	15.93	11.71

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	734.04	1,387.71	3,914.90	6,417.91	9,018.46
营业成本	497.02	959.56	2,992.75	4,934.49	6,895.79
营业税金及附加	3.13	8.91	20.57	33.72	47.38
营业费用	13.59	26.18	73.82	121.02	170.06
管理费用	65.46	118.58	332.45	545.01	765.85
财务费用	5.01	41.64	61.92	118.21	170.96
资产减值损失	8.81	13.94	39.23	64.39	90.38
公允价值变动收益	-0.19	-0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-12.26	-4.83	-6.35	-8.21	-6.91
营业利润	128.56	214.04	387.81	592.86	871.13
营业外收入	3.82	10.83	5.92	6.86	7.87
营业外支出	0.59	15.29	5.43	7.10	9.27
利润总额	131.79	209.58	388.30	592.62	869.73
所得税	24.09	44.48	58.25	88.89	130.46
净利润	107.70	165.10	330.06	503.72	739.27
少数股东损益	0.01	-0.07	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	107.69	165.16	330.06	503.72	739.27
EBITDA	159.92	283.59	543.88	840.01	1,219.44
EPS (摊薄)	0.59	0.90	1.81	2.76	4.04

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	102.95	-153.04	-141.57	154.14	443.55
净利润	107.70	165.10	330.06	503.72	739.27
折旧摊销	24.35	37.03	88.47	129.28	174.61
财务费用	3.78	36.99	67.11	118.11	175.11
投资损失	12.04	4.83	6.35	8.21	6.91
营运资金变动	-53.09	-427.94	-667.03	-660.07	-729.34
其它	8.16	30.95	33.47	54.89	77.00
投资活动现金流	-222.50	-796.72	-477.79	-534.94	-591.04
资本支出	-344.67	-499.09	-471.44	-526.73	-584.13
长期投资	17.00	34.29	-6.35	-8.21	-6.91
其他	105.17	-331.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	192.60	1,109.36	632.47	881.47	724.47
吸收投资	0.49	72.31	0.00	0.00	0.00
借款	33.63	654.64	700.00	1,000.00	900.00
支付利息或股息	30.06	61.90	67.53	118.53	175.53
现金净增加额	73.11	160.26	13.53	501.09	577.40

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。