

# 中来股份（300393）点评报告

2017 年 04 月 13 日

## 背膜龙头，产能释放持续高增长；再投 3GW，高效单晶一马当先 买入（维持）

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

研究助理 曹越

caoyue@dwzq.com.cn

021-60199587

### 投资要点：

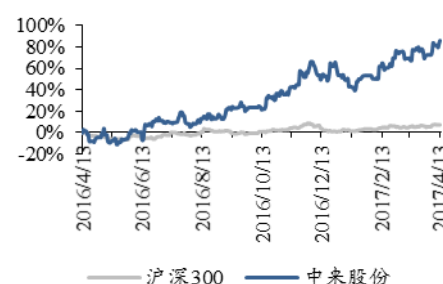
■ **2016 年业绩增长 53.37%**：公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 13.88 亿元，同比增长 89.05%；实现归属母公司净利润 1.65 亿元，同比增长 53.37%。对应 EPS 为 0.9 元。其中 4 季度，实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 77.04%，环比增长 71.69%；实现归属母公司净利润 0.41 亿元，同比增长 6.34%，环比下降 4.87%。4 季度对应 EPS 为 0.22 元。此前公司在业绩快报中披露，16 年净利润 1.92 亿元，同比增长 78.41%。此次年报业绩与快报中的差异，推测主要是因为员工持股计划中的费用调整。

■ **抢装行情催生需求增长，背膜产能释放带动业绩增长**：2016 年国内光伏市场在 630 抢装及 4 季度的抢装备货行情带动下，国内光伏市场迎来强劲增长。全年新增装机 34.54GW，同比增长 128%。受中国市场带动，全球光伏装机 71GW，增长 30% 以上。同时公司年产 1600 万平米涂覆膜产能 16 年 9 月份投产，加之“机器换人”的产线升级，产能迅速扩张。1) 16 年公司背膜销售 7161 万平米，同比增长 96.86%；实现收入 13.0 亿元，同比增长 86.26%。背板出货 7000-8000 万平米，对应于 11.5-12GW 组件用量，约占全球背膜市场份额的 16% 左右，行业第一。背板业务毛利率 32.2%，同比喜爱将了 1.17 个百分点。2) 16 年公司募投的 2.1GW N 型单晶电池项目已有 2 条线建成投产，16 年共计出货 68.58MW，实现收入 1.20 亿元，电池毛利率 11.48%。盈利能力方面，公司整体毛利率、净利率为 30.85%、11.90%，分别同比下降 1.44%、2.77%。

■ **Q1 翻番业绩持续超预期，中报有望延续高增长态势**：2017 年 1 季度由于 630 抢装潮影响，光伏行业需求增长较快，好于市场预期。同时公司上市募投的背膜产能于 2016 年逐步投产至 9 月份全部投产，产能释放带动产销大幅增加。公司预告 2017 年 1 季度盈利 0.7-0.8 亿元，同比增长 92.33%~119.81%，大超市场预期。测算公司 2017Q1 背膜销量在 2600 万平米-3200 万平米，贡献利润 0.7~0.8 亿元。分季度来看，2016Q1 至今，季度业绩增速分别达到了 33%、162%、74%、76%、92.33%~119.81%，维持高位增长，持续超预期。预计中报业绩有望延续高增长态势。

■ **财务费用率大幅上升**：公司 2016 年期间费用同比增长 121.72% 至 1.86 亿元，期间费用率上升 1.98 个百分点至 13.43%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 92.58%、上升 81.13%、上升 731.19% 至 0.26 亿元、1.19 亿元、0.42 亿元；费用率分别上升 0.03、下降 0.37、上升 2.32 个百分点至 1.89%、8.54%、3.00%。财务费用大幅增长是因为报告期内非公开发行募集资金尚未到位，公司投入自有资金建设，借款规模扩大，利息支出增加所致。2016 年经营活动现金流量净流出-1.53 亿元，同

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元）        | 59.65       |
| 一年最低价/最高价     | 60.99/42.02 |
| 市净率（倍）        | 11.2768     |
| 流通 A 股市值（百万元） | 4587.71     |

### 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. 订单落地，业绩起航（2017-04-12）
2. Q1 翻番业绩持续超预期，高效单晶将助推腾飞（2017-04-09）
3. 业绩增长符合预期，17 年看 N 型电池放量（2017-02-28）
4. 首次中标组件大单，高效单晶获得认可（2017-02-16）
5. 背膜放量业绩大增，N 型电池接力成长（2017-01-22）

比增长 248.66%；销售商品取得现金 13.02 亿元，同比增长 88.74%。期末预收款项 0.16 亿元，同比增长 1410.19%。期末应收账款 4.22 亿元，较期初增长 1.17 亿元，应收账款周转天数下降 19.3 天至 94.41 天。期末存货 3.07 亿元，较期初上升 1.59 亿元；存货周转天数下降 7.2 天至 85.34 天。

- **再投 3GW N 型 IBC 电池，高效单晶之路一马当先：**公司今日公告与中建投资本、浙江省衢州绿色产业集聚区管理委员会签署框架合作协议，成立新能源产业基金。基金的认缴规模为 54 亿元。其中，中来股份认缴 5 亿元；浙江省衢州市地方政府出资 13 亿元；中建投资本负责募集 36 亿元优先级资金。基金将投资建设中来衢州 3GW N 型单晶 IBC 双面太阳能电池项目，扩张公司电池产能。
- **订单落地，业绩起航：**4 月 12 日，公司公告与中军金控新能源签署 600MW 高效单晶组件采购合同，合同金额总计 20.28 亿元。公司于 2 月 15 日公告联合中标中远海运 800MW 组件采购订单，中军金控新能源系中远海运招标的委托方。订单交付的是 315W 规格的 N 型双面电池，含税价格 3.38 元，定价相对较高。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 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。本次 600MW 合同的签订，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。
- **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，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 年业绩较在 2015 年的基础上增长不低于 30%、70%、110%。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 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 4.07、6.22、7.62 亿元，同比分别增长 146.3%、52.9%、22.6%，EPS 分别为 2.23 元、3.40 元、4.17 元。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 66.8 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：中来股份的三张表

| 资产负债表（百万元）        |               |               |               |                | 利润表（百万元）         |               |               |               |               |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E          |                  | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>流动资产</b>       | <b>2139.8</b> | <b>3949.1</b> | <b>6076.5</b> | <b>7753.2</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>1387.7</b> | <b>3597.4</b> | <b>6314.8</b> | <b>8342.4</b> |
| 现金                | 694.3         | 600.0         | 543.8         | 612.7          | 营业成本             | 959.6         | 2665.7        | 4852.0        | 6542.2        |
| 应收款项              | 824.1         | 1971.2        | 3287.2        | 4114.1         | 营业税金及附加          | 8.9           | 18.0          | 28.4          | 33.4          |
| 存货                | 307.0         | 730.3         | 1196.4        | 1433.9         | 营业费用             | 26.2          | 63.0          | 116.8         | 150.2         |
| 其他                | 314.4         | 647.5         | 1049.1        | 1592.5         | 管理费用             | 123.8         | 290.1         | 488.5         | 627.9         |
| <b>非流动资产</b>      | <b>1329.8</b> | <b>2186.7</b> | <b>3244.2</b> | <b>3906.7</b>  | 财务费用             | 41.6          | 43.9          | 85.7          | 95.6          |
| 长期股权投资            | 99.1          | 183.5         | 268.0         | 352.4          | 投资净收益            | -4.8          | -3.0          | 5.0           | 10.0          |
| 固定资产              | 1139.1        | 1913.8        | 2889.1        | 3469.5         | 其他               | -8.8          | -14.2         | 7.3           | 12.3          |
| 无形资产              | 67.9          | 65.7          | 63.4          | 61.1           | <b>营业利润</b>      | <b>214.0</b>  | <b>499.6</b>  | <b>755.6</b>  | <b>915.5</b>  |
| 其他                | 23.7          | 23.7          | 23.7          | 23.7           | 营业外净收支           | -4.5          | 4.0           | 5.0           | 6.0           |
| <b>资产总计</b>       | <b>3469.6</b> | <b>6135.8</b> | <b>9320.6</b> | <b>11659.9</b> | <b>利润总额</b>      | <b>209.6</b>  | <b>503.6</b>  | <b>760.6</b>  | <b>921.5</b>  |
| <b>流动负债</b>       | <b>1183.9</b> | <b>3261.0</b> | <b>5772.9</b> | <b>6670.8</b>  | 所得税费用            | 44.5          | 90.6          | 129.3         | 147.4         |
| 短期借款              | 157.2         | 836.6         | 1498.2        | 752.6          | 少数股东损益           | -0.1          | 6.2           | 9.5           | 11.6          |
| 应付账款              | 842.8         | 1971.9        | 3589.2        | 4839.4         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>165.2</b>  | <b>406.8</b>  | <b>621.8</b>  | <b>762.4</b>  |
| 其他                | 183.9         | 452.5         | 685.5         | 1078.7         | EBIT             | 274.5         | 563.0         | 831.3         | 991.0         |
| <b>非流动负债</b>      | <b>1288.1</b> | <b>1588.1</b> | <b>1788.1</b> | <b>2611.4</b>  | EBITDA           | 311.5         | 623.1         | 940.2         | 1146.7        |
| 长期借款              | 618.3         | 618.3         | 618.3         | 618.3          |                  |               |               |               |               |
| 其他                | 669.8         | 969.8         | 1169.8        | 1993.1         | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| <b>负债总计</b>       | <b>2472.0</b> | <b>4849.1</b> | <b>7560.9</b> | <b>9282.1</b>  | 每股收益(元)          | 0.90          | 2.23          | 3.40          | 4.17          |
| 少数股东权益            | 30.7          | 35.0          | 41.7          | 49.8           | 每股净资产(元)         | 5.29          | 6.85          | 9.40          | 12.74         |
| 归属母公司股东权益         | 966.9         | 1251.6        | 1718.0        | 2327.9         | 发行在外股份(百万股)      | 182.8         | 182.8         | 182.8         | 182.8         |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>3469.6</b> | <b>6135.8</b> | <b>9320.6</b> | <b>11659.9</b> | ROIC(%)          | 16.2%         | 21.7%         | 22.4%         | 22.2%         |
|                   |               |               |               |                | ROE(%)           | 17.1%         | 32.5%         | 36.2%         | 32.8%         |
| <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>   | 毛利率(%)           | 30.2%         | 25.4%         | 22.7%         | 21.2%         |
| 经营活动现金流           | -153.0        | 267.9         | 599.0         | 1275.2         | EBIT Margin(%)   | 19.8%         | 15.6%         | 13.2%         | 11.9%         |
| 投资活动现金流           | -796.7        | -919.6        | -1161.4       | -808.2         | 销售净利率(%)         | 11.9%         | 11.3%         | 9.8%          | 9.1%          |
| 筹资活动现金流           | 1109.4        | 557.4         | 506.1         | -398.0         | 资产负债率(%)         | 71.2%         | 79.0%         | 81.1%         | 79.6%         |
| 现金净增加额            | 160.3         | -94.3         | -56.2         | 68.9           | 收入增长率(%)         | 89.1%         | 159.2%        | 75.5%         | 32.1%         |
| 折旧和摊销             | 37.0          | 60.2          | 108.9         | 155.7          | 净利润增长率(%)        | 53.4%         | 146.3%        | 52.9%         | 22.6%         |
| 资本开支              | -674.4        | -835.1        | -1076.9       | -723.8         | P/E              | 66.02         | 26.81         | 17.54         | 14.30         |
| 营运资本变动            | 363.7         | -219.8        | -133.3        | 358.9          | P/B              | 11.28         | 8.71          | 6.35          | 4.68          |
| 企业自由现金流           | -1.0          | -533.2        | -411.4        | 623.2          | EV/EBITDA        | 42.94         | 25.28         | 19.64         | 17.60         |

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>

