

中来股份（300393.SZ）点评报告

背板业务快速放量，高效电池开始贡献 买入（维持）

2017 年 8 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

研究助理 曹越

021-60199587

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,388	3,402	5,835	7,781
同比（%）	89.1%	145.2%	71.5%	33.4%
净利润（百万元）	165	353	545	787
同比（%）	53.4%	113.6%	54.5%	44.4%
毛利率（%）	30.2%	23.7%	21.2%	21.1%
净资产收益率（%）	17.1%	29.1%	33.6%	34.9%
每股收益（元）	0.90	1.93	2.98	4.31
市盈率（P/E）	49.50	23.18	15.00	10.39
市净率（P/B）	8.46	6.74	5.04	3.63

投资要点

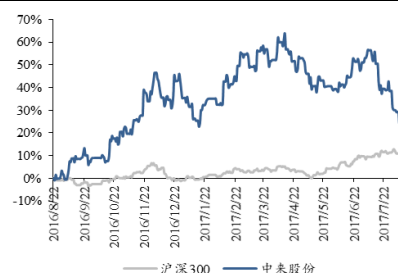
■ **半年报业绩增长 89.63%，每 10 股派发现金红利 1.5 元。**公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 15.71 亿元，同比增长 158.80%；实现归属母公司净利润 1.54 亿元，同比增长 89.63%。对应 EPS 为 0.84 元。其中 2 季度，实现营业收入 8.77 亿元，同比增长 156.66%，环比增长 26.21%；实现归属母公司净利润 0.81 亿元，同比增长 80.93%，环比增长 11.02%。4 季度对应 EPS 为 0.44 元。此前公司业绩预告增长 78.71%-103.36%，此次业绩符合预期。半年度利润分配方案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元。

■ **背板收入快速增长，毛利率略有下滑：**公司募投背板项目 2016 年 9 月份全部投产，产能释放。上半年背板销售收入 9.45 亿元，同比增长 56.84%，对应销量在 5500 万平方米左右。背板毛利率受上游大宗价格上涨的影响下滑 1.31 个百分点至 30.76%。测算背板业务贡献利润 1.15-1.2 亿元。公司现有背板产能 1 亿平方米以上，在国内光伏装机超预期的大背景下，公司背板业务有望持续高增长，全年出货量预计超 1 亿平米，同比去年增长 50%以上。

■ **电池开始贡献利润：**公司 N 型单晶双面太阳能电池生产线正处于建设中，截止报告期末，已有五条电池生产线（750MW）建设完成并投入使用，距公司产能完全释放尚需一段时间。上半年 1）单晶电池销量 307MW，贡献收入 4.11 亿元，收入占比 26.14%，毛利率 7.74%，主要受产能爬坡影响；2）组件销售 60-70MW，确认收入 1.88 亿元，收入占比 11.97%，毛利率 11.96%。组件和电池合计贡献利润 1733 万元。预计到年底泰州 2.1GW N 型双面电池将全部投产。公司 N 型双面电池正面效率达到 21.3%，背面效率达到 19%，利用漫反射光线可提升系统发电量，同时凭借无光致衰减、温度系数绝对值<0.4%、优异的弱光光谱响应、低度电成本等优势，更好地保障并提高电站系统的发电量。

■ **财务费用影响盈利释放，存货、应收账款大幅增加：**公司 2017 年上半年期间费用同比增长 116.47%至 1.75 亿元，期间费用率下降 2.17 个百分点至 11.12%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 76.59%、上升 106.25%、上升 190.39%至 0.24 亿元、1.08 亿元、0.43 亿元；费

股价走势



市场数据

收盘价（元）	44.73
一年最低价/最高	42.02/60.99
市净率（倍）	7.3296
流通 A 股市值（百万元）	3440.20

基础数据

每股净资产（元）	6.34
资本负债率（%）	72.65%
总股本（百万股）	182.80
流通 A 股（百万股）	76.91

相关研究

1. 业绩再翻番，单晶电池开始贡献（2017-04-26）
2. 背膜龙头，产能释放持续高增长：再投 3GW，高效单晶一马当先（2017-4-13）
3. 订单落地，业绩起航（2017-4-12）
4. Q1 翻番业绩持续超预期，高效单晶将助推腾飞（2017-4-09）
5. 首次中标组件大单，高效晶获得认可（2017-4-15）

用率分别下降 0.72、下降 1.75、上升 0.29 个百分点至 1.54%、6.87%、2.71%。财务费用上升主要是因为公司自筹资金建设高效电池项目所致。2017 年上半年经营活动现金流量净流出 3.49 亿元，同比增长 751.51%；销售商品取得现金 14.94 亿元，同比增长 134.04%。期末预收款项 0.54 亿元，同比增长 370.46%。期末应收账款 6.99 亿元，较期初增长 3.67 亿元，应收账款周转天数下降 30.33 天至 64.22 天。期末存货 5.39 亿元，较期初上升 3.65 亿元；存货周转天数下降 7.08 天至 62.47 天。

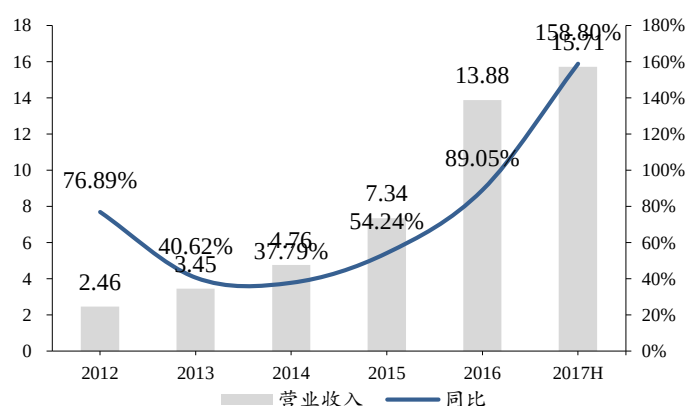
- **投资建议：** 我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 3.53、5.45、7.87 亿元，同比分别增长 113.6%、54.5%、44.4%，EPS 分别为 1.93 元、2.98 元、4.31 元。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 57.9 元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：** 光伏行业需求不达预期；募投电池项目投产不达预期；光伏产品价格大幅下降等。

图表 1： 2017H 收入 15.71 亿元，同比增长 158.80%

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分产品或服务						
背膜	944,569,689.54	653,990,387.20	30.76%	56.84%	59.85%	-1.31%
电池	410,731,913.18	378,946,145.17	7.74%			
组件	188,126,578.13	165,623,059.52	11.96%			

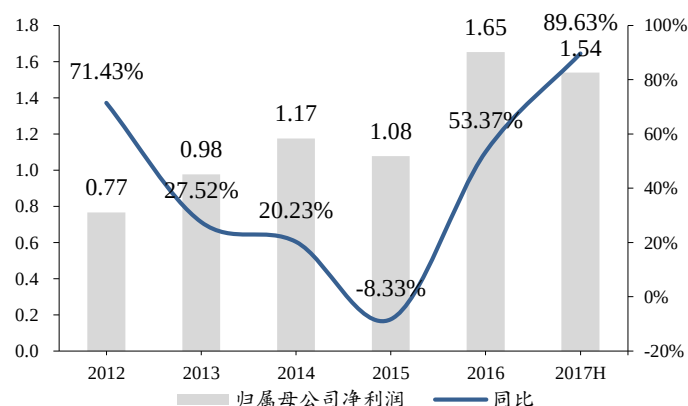
资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

图表 2： 2017H 收入 15.71 亿元，同比增长 158.80%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

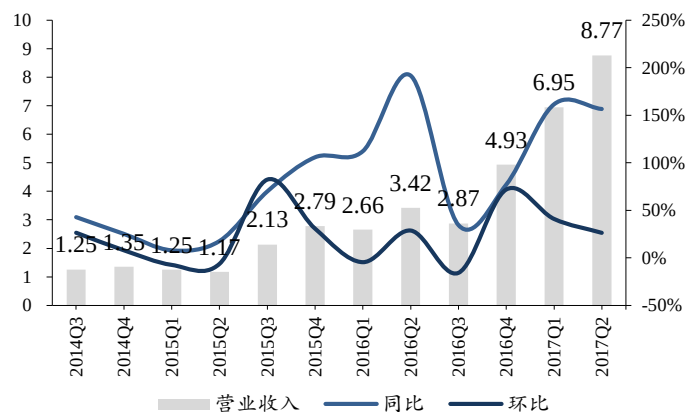
图表 3： 2017H 净利润 1.54 亿元，同比增长 89.63%



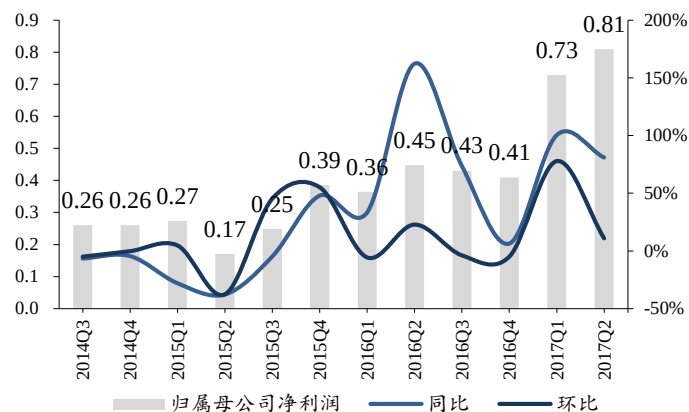
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4： 2017Q2 营收 8.77 亿元，同比增长 156.66%

图表 5： 2017Q2 盈利 0.81 亿元，同比增长 80.93%，

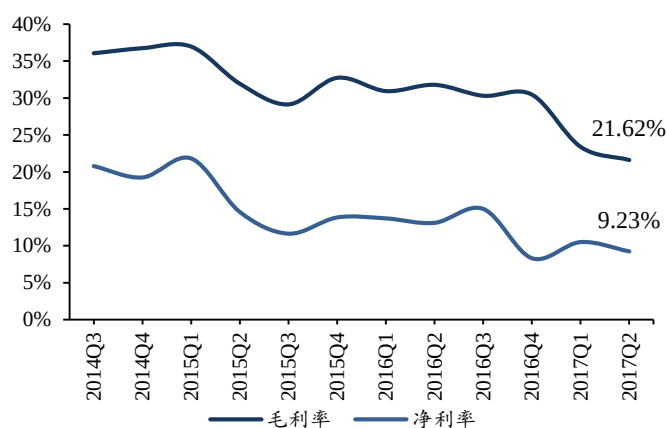


资料来源: Wind, 东吴证券研究所



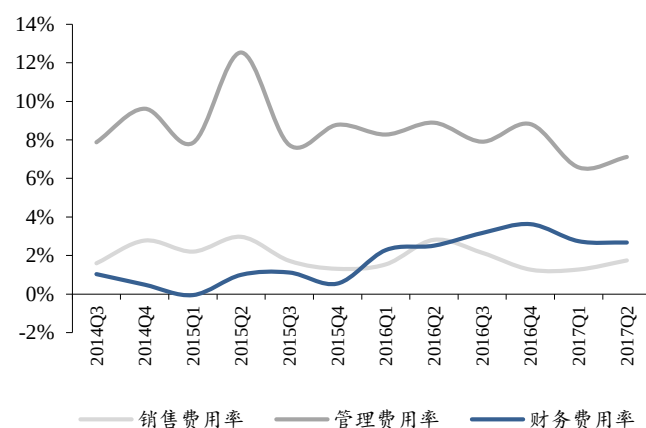
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2017H 毛利率、净利率下降 9.02%、下降 3.57%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2017H 期间费用率 11.12%，同比下降 2.17%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司运营状况

中来股份	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2014Q3	1.60%	7.87%	1.04%	10.51%	36.06%	20.79%	68.88	106.97	(0.14)
2014Q4	2.78%	9.62%	0.49%	12.89%	36.75%	19.25%	93.32	101.44	(0.79)
2015Q1	2.21%	7.84%	-0.05%	10.00%	36.97%	21.82%	119.41	124.21	0.17
2015Q2	2.97%	12.54%	1.00%	16.51%	31.94%	14.57%	157.92	92.18	(0.51)
2015Q3	1.73%	7.73%	1.12%	10.58%	29.15%	11.63%	108.32	107.94	0.43
2015Q4	1.32%	8.79%	0.55%	10.65%	32.74%	13.83%	92.54	113.71	0.95
2016Q1	1.55%	8.28%	2.28%	12.10%	30.95%	13.70%	74.89	105.20	(0.02)
2016Q2	2.82%	8.89%	2.51%	14.22%	31.79%	13.10%	69.55	94.54	0.55
2016Q3	2.15%	7.91%	3.17%	13.22%	30.31%	14.99%	77.84	97.45	(0.65)

2016Q4	1.27%	8.82%	3.63%	13.72%	30.47%	8.31%	85.34	94.41	(1.41)
2017Q1	1.28%	6.57%	2.74%	10.60%	23.40%	10.50%	62.97	68.13	(2.11)
2017Q2	1.75%	7.11%	2.68%	11.54%	21.62%	9.23%	62.47	64.22	(1.39)
同比	-1.07%	-1.78%	0.16%	-2.68%	-10.18%	-3.86%	(7.08)	(30.33)	(1.94)
环比	0.47%	0.54%	-0.07%	0.94%	-1.79%	-1.26%	(0.50)	(3.91)	0.72

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：公司分季度经营状况

中来股份	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入	1.25	1.17	2.13	2.79	2.66	3.42	2.87	4.93	6.95	8.77	156.66%	26.21%
毛利率	36.97%	31.94%	29.15%	32.74%	30.95%	31.79%	30.31%	30.47%	23.40%	21.62%	-10.18%	-1.79%
毛利润	0.46	0.37	0.62	0.91	0.82	1.09	0.87	1.50	1.63	1.90	74.50%	16.57%
期间费用率	10.00%	16.51%	10.58%	10.65%	12.10%	14.22%	13.22%	13.72%	10.60%	11.54%	-2.68%	0.94%
销售费用	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.10	0.06	0.06	0.09	0.15	59.46%	72.39%
管理费用	0.10	0.15	0.16	0.24	0.22	0.30	0.23	0.44	0.46	0.62	105.25%	36.59%
财务费用	0.00	0.01	0.02	0.02	0.06	0.09	0.09	0.18	0.19	0.23	173.35%	23.04%
期间费用	0.13	0.19	0.23	0.30	0.32	0.49	0.38	0.68	0.74	1.01	108.21%	37.41%
资产减值	0.01	-0.05	0.06	0.07	0.00	0.06	0.00	0.07	0.04	0.16	150.42%	263.60%
营业利润	0.32	0.21	0.28	0.48	0.44	0.53	0.49	0.68	0.80	0.99	86.89%	22.68%
营业外收入	0.00	0.00	0.02	0.01	0.00	0.01	0.03	0.07	0.08	0.08	871.40%	-2.88%
利润总额	0.32	0.21	0.30	0.49	0.44	0.54	0.52	0.60	0.89	1.06	98.60%	20.26%
所得税	0.05	0.04	0.05	0.10	0.08	0.09	0.09	0.18	0.17	0.21	126.12%	26.21%
归母净利	0.27	0.17	0.25	0.39	0.36	0.45	0.43	0.41	0.73	0.81	80.93%	11.02%
净利率	21.82%	14.57%	11.63%	13.83%	13.70%	13.10%	14.99%	8.31%	10.50%	9.23%	-3.86%	-1.26%
存货	1.02	1.71	1.41	1.48	1.57	1.74	2.08	3.07	4.38	5.39	210.16%	23.26%
股本	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	0.00%	0.00%
EPS	0.15	0.09	0.14	0.21	0.20	0.24	0.24	0.22	0.40	0.44	80.93%	11.02%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

中来股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2139.8	3783.5	5677.8	7274.3	营业收入	1387.7	3402.4	5834.8	7781.4
现金	694.3	600.0	543.8	612.7	营业成本	959.6	2579.6	4572.1	6108.2
应收款项	824.1	1864.3	3037.3	3837.4	营业税金及附加	8.9	17.0	26.3	31.1
存货	307.0	706.7	1127.4	1338.8	营业费用	26.2	55.8	93.4	116.7
其他	314.4	612.4	969.4	1485.4	管理费用	123.8	257.4	410.7	508.1
非流动资产	1329.8	2186.7	3244.2	3906.7	财务费用	41.6	42.6	83.0	94.3
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	营业利润	214.0	432.8	661.6	945.2
其他	23.7	23.7	23.7	23.7	营业外净收支	-4.5	4.0	5.0	6.0
资产总计	3469.6	5970.2	8922.0	11181.0	利润总额	209.6	436.8	666.6	951.2
流动负债	1183.9	3133.8	5471.0	6268.8	所得税费用	44.5	78.6	113.3	152.2
短期借款	157.2	792.0	1451.3	758.2	少数股东损益	-0.1	5.4	8.3	12.0
应付账款	842.8	1908.2	3382.1	4518.4	归属母公司净利润	165.2	352.8	545.0	787.0
其他	183.9	433.6	637.6	992.2	EBIT	274.5	494.8	734.6	1019.5
非流动负债	1288.1	1588.1	1788.1	2611.4	EBITDA	311.5	555.0	843.5	1175.2
长期借款	618.3	618.3	618.3	618.3	重要财务与估值指标				
其他	669.8	969.8	1169.8	1993.1		2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2472.0	4721.9	7259.1	8880.2	每股收益(元)	0.90	1.93	2.98	4.31
少数股东权益	30.7	34.5	40.3	48.7	每股净资产(元)	5.29	6.64	8.88	12.32
归属母公司股东权益	966.9	1213.9	1622.6	2252.2	发行在外股份(百万股)	182.8	182.8	182.8	182.8
负债和股东权益总计	3469.6	5970.2	8922.0	11181.0	ROIC(%)	16.2%	19.5%	20.5%	23.5%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	17.1%	29.1%	33.6%	34.9%
	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	30.2%	23.7%	21.2%	21.1%
经营活动现金流	-153.0	296.3	582.1	1227.6	EBIT Margin(%)	19.8%	14.5%	12.6%	13.1%
投资活动现金流	-796.7	-919.6	-1161.4	-808.2	销售净利率(%)	11.9%	10.4%	9.3%	10.1%
筹资活动现金流	1109.4	529.0	523.1	-350.5	资产负债率(%)	71.2%	79.1%	81.4%	79.4%
现金净增加额	160.3	-94.3	-56.2	68.9	收入增长率(%)	89.1%	145.2%	71.5%	33.4%
折旧和摊销	37.0	60.2	108.9	155.7	净利润增长率(%)	53.4%	113.6%	54.5%	44.4%
资本开支	-674.4	-835.1	-1076.9	-723.8	P/E	49.50	23.18	15.00	10.39
营运资本变动	363.7	-136.9	-72.6	286.5	P/B	8.46	6.74	5.04	3.63
企业自由现金流	-1.0	-506.1	-430.9	574.8	EV/EBITDA	34.18	23.24	18.30	14.51

数据来源：Wind，东吴证券研究所，公司报表

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>