

2017年11月07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: 41.30元

目标价: 52.00元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

定增获批, N型电池片将加速兑现

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 非公开发行股票申请获得证监会核准批复, 严格按照报送稿实施(非公开发行预案三次修订稿)。即以 23.6 元/股的价格非公开发行不超过 5780.5 万股, 募集资金总额不超过 13.7 亿元。
- **定增获批, 资金实力加强, N 型电池片产能建设将加速, 财务费用得以缓解:** 由于坚定看好 N 型电池片发展, 公司在定增获批之前, 已以自有资金先行投入 N 型电池片产线的建设, 截至 17 年半年报, 已有五条电池生产线建设完成并投入使用, 并且设立了中来光电科技(衢州)有限公司, 投资建设年产 10GW N 型单晶 IBC 双面太阳能电池生产基地, 其中一期项目正处于环评公示中。但自有资金的大量投入, 使得公司今年的财务费用高涨, 前三季度财务费用为 7540 万元, 同比增长 217.5%, 占扣非后归母净利润的 41%。可以预期此次定增完成后, 将极大地减缓公司的财务压力, 并且产能建设速度将得到显著提升。
- **N 型电池片先行者, 商业化应用渐行渐近:** N 型电池片具有光转换效率高、温度系数低、光衰减系数低、弱光响应等先天优势, 只是目前由于成本劣势, 还处于商业化应用前期。中来作为 N 型电池片的先行者, 已对 N 型电池片进行了多年研究, 在 16 年初已获得相关专利 20 余项, 现已通过离子注入机国产化降低投资成本及主栅技术应用降低银浆成本, 技术优势明显。2017 年以来, 已有晋能、林洋能源、LG 等众多企业进入该领域, 产能占电池片总产能的 5%。众多公司的投入将共同推动 N 型硅片成本的下降和 N 型电池片效率的提升。下游组件商认可度的逐渐提高, 商业化应用渐行渐近。
- **主业背膜持续高增长, 龙头地位稳固:** 2016 年公司募投的项目“年产 1200 万平方米和 1600 万平方米的涂覆型太阳能电池背膜扩建项目背膜产品”全部投建完成, 产能得到完全释放, 并通过“机器换人”等技改措施提升生产效率。背膜业务持续高增长, 16 年实现营收 13 亿元, 同比增长 185.2%, 17 年 H1 实现 9.4 亿元收入, 同比增长 56.8%。公司作为涂覆型电池背膜的缔造者, 品牌得到下游的广泛认可, 2016 年市占率由 15 年的 13% 提升至 17%, 龙头地位稳固。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS(摊薄后)分别为 1.16 元、2.00 元、2.63 元, 未来三年归母净利润将保持 56.7% 的复合增长率, 给予公司 2018 年 26 倍估值, 对应目标价 52 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 光伏装机量或不及预期的风险, 公司产能建设或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1387.71	3318.90	4690.84	7046.56
增长率	89.05%	139.16%	41.34%	50.22%
归属母公司净利润(百万元)	165.16	278.83	482.48	635.29
增长率	53.37%	68.82%	73.04%	31.67%
每股收益 EPS(元)	0.68	1.16	2.00	2.63
净资产收益率 ROE	16.55%	10.67%	15.87%	17.75%
PE	60	36	21	16
PB	10.31	3.86	3.31	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁

执业证号: S1250517090002

电话: 010-57631196

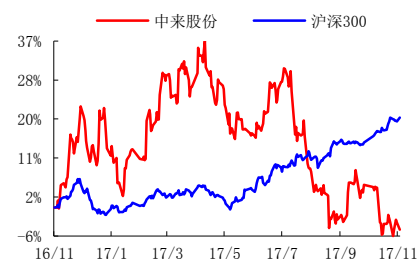
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶

电话: 0755-23914886

邮箱: cyao@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)	1.84
流通 A 股(亿股)	1.07
52 周内股价区间(元)	40.7-59.65
总市值(亿元)	75.82
总资产(亿元)	46.51
每股净资产(元)	6.46

相关研究

1. 中来股份(300393): 唯快不破, 高效电池龙头隐现 (2017-04-14)
2. 中来股份(300393): 中标央企大单, 高效单晶备受市场青睐 (2017-02-17)
3. 中来股份(300393): 把握高效、单晶风口, 背膜龙头占尽优势 (2016-11-29)

关键假设：

假设 1：公司是国内太阳能背膜龙头企业，假设 17、18 年产能利用率超过 90%，且毛利率稳定在 31%~33% 的平均水平。

假设 2：假设公司 18/19 年的产能分别为 2.1GW、5.1GW，且由于规模效应及技术进步，毛利率稳步提升。

根据以上假设，我们得到公司 2017-2019 年分业务收入预测表如下：

表 1：分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	475.00	734.22	1,387.71	3,318.90	4,690.84	7,046.56
yoy		54.57%	89.00%	139.16%	41.34%	50.22%
营业成本	280.00	497.01	938.22	2,534.94	3,550.35	5,415.74
毛利率	41.05%	32.31%	32.39%	23.62%	24.31%	23.14%
太阳能电池背膜						
收入	475.00	698.22	1,290.00	1,747.20	2,053.44	1,992.96
yoy		46.99%	84.76%	35.44%	17.53%	-2.95%
成本			864.00	1,201.92	1,364.16	1,325.18
毛利			426.00	545.28	689.28	667.78
毛利率 (%)			33.02%	31.21%	33.57%	33.51%
电池片						
产能 (MW)			750.00	1,050.00	2,100.00	5,100.00
出货量 (MW)			30.00	600.00	1,050.00	2,100.00
收入			78.00	1,560.00	2,625.00	5,040.00
Yoy				1900%	68%	92%
单价 (元/W)			2.60	2.60	2.50	2.40
成本			62.4	1,326.0	2,178.8	4,082.4
毛利			15.60	234.00	446.25	957.60
毛利率 (%)			20.00%	15.00%	17.00%	19.00%
其他						
收入		36.00	19.70	11.70	12.40	13.60
yoy			-45.28%	-40.61%	5.98%	9.68%
成本		31.82	11.82	7.02	7.44	8.16
毛利率		11.61%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1387.71	3318.90	4690.84	7046.56	净利润	165.10	278.71	482.29	635.03
营业成本	959.56	2535.22	3550.73	5416.35	折旧与摊销	37.03	42.75	42.75	42.75
营业税金及附加	8.91	18.18	26.22	48.62	财务费用	41.64	99.57	46.91	70.47
销售费用	26.18	66.38	103.20	155.02	资产减值损失	13.94	5.00	5.00	5.00
管理费用	118.58	298.70	422.18	634.19	经营营运资本变动	-109.13	-641.28	-478.46	-628.45
财务费用	41.64	99.57	46.91	70.47	其他	-301.62	-36.85	-35.33	-34.43
资产减值损失	13.94	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	-153.04	-252.09	63.16	90.37
投资收益	-4.83	30.00	30.00	30.00	资本支出	-636.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.03	-0.05	-0.06	-0.05	其他	-159.87	29.95	29.94	29.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-796.72	29.95	29.94	29.95
营业利润	214.04	325.81	566.54	746.85	短期借款	45.37	-157.20	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.46	2.09	0.85	0.24	长期借款	618.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.58	327.90	567.39	747.10	股权融资	132.55	1370.00	0.00	0.00
所得税	44.48	49.18	85.11	112.06	支付股利	-35.85	-33.03	-55.77	-96.50
净利润	165.10	278.71	482.29	635.03	其他	349.01	-99.88	-46.91	-70.47
少数股东损益	-0.07	-0.11	-0.19	-0.26	筹资活动现金流净额	1109.36	1079.89	-102.67	-166.96
归属母公司股东净利润	165.16	278.83	482.48	635.29	现金流量净额	160.26	857.75	-9.58	-46.65
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	694.31	1552.05	1542.47	1495.82	成长能力				
应收和预付款项	1015.06	2435.90	3508.65	5214.95	销售收入增长率	89.05%	139.16%	41.34%	50.22%
存货	307.01	820.07	1149.91	1754.64	营业利润增长率	66.49%	52.22%	73.89%	31.83%
其他流动资产	123.45	295.25	417.30	626.87	净利润增长率	53.29%	68.82%	73.04%	31.67%
长期股权投资	99.12	99.12	99.12	99.12	EBITDA 增长率	85.35%	59.93%	40.18%	31.07%
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	1104.41	1069.42	1034.43	999.45	毛利率	30.85%	23.61%	24.31%	23.13%
无形资产和开发支出	67.91	60.33	52.75	45.17	三费率	13.43%	14.00%	12.20%	12.20%
其他非流动资产	58.37	58.19	58.00	57.81	净利率	11.90%	8.40%	10.28%	9.01%
资产总计	3469.65	6390.33	7862.64	10293.83	ROE	16.55%	10.67%	15.87%	17.75%
短期借款	157.20	0.00	0.00	0.00	ROA	4.76%	4.36%	6.13%	6.17%
应付和预收款项	912.44	2187.28	3112.11	4782.54	ROIC	22.74%	24.79%	24.34%	24.47%
长期借款	618.28	618.28	618.28	618.28	EBITDA/销售收入	21.09%	14.10%	13.99%	12.21%
其他负债	784.11	971.79	1092.74	1314.96	营运能力				
负债合计	2472.02	3777.34	4823.13	6715.78	总资产周转率	0.55	0.67	0.66	0.78
股本	182.80	241.38	241.38	241.38	固定资产周转率	2.93	4.94	7.37	11.72
资本公积	404.92	1716.34	1716.34	1716.34	应收账款周转率	3.81	4.22	3.40	3.53
留存收益	448.70	694.49	1121.21	1660.00	存货周转率	4.18	4.47	3.60	3.72
归属母公司股东权益	966.91	2582.39	3009.11	3547.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.85%	—	—	—
少数股东权益	30.71	30.60	30.40	30.15	资本结构				
股东权益合计	997.62	2612.99	3039.51	3578.05	资产负债率	71.25%	59.11%	61.34%	65.24%
负债和股东权益合计	3469.65	6390.33	7862.64	10293.83	带息债务/总负债	31.37%	16.37%	12.82%	9.21%
					流动比率	1.81	2.05	1.87	1.68
					速动比率	1.55	1.72	1.55	1.35
					股利支付率	21.70%	11.85%	11.56%	15.19%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	292.71	468.13	656.20	860.07	每股收益	0.68	1.16	2.00	2.63
PE	60.36	35.75	20.66	15.69	每股净资产	4.01	10.70	12.47	14.70
PB	10.31	3.86	3.31	2.81	每股经营现金	-0.63	-1.04	0.26	0.37
PS	7.18	3.00	2.13	1.41	每股股利	0.15	0.14	0.23	0.40
EV/EBITDA	25.88	19.18	13.70	10.50					
股息率	0.36%	0.33%	0.56%	0.97%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn