

业绩大增，背膜龙头转型N型电池

——中来股份（300393）2017 年报点评

2018 年 03 月 15 日

强烈推荐/首次

中来股份

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

事件：

2018 年 3 月 14 日晚，公司发布 2017 年年报，公司实现营收 32.43 亿元，同比增 133.68%，实现归母净利润 2.59 亿元，同比增 56.55%，扣非后归母净利润 2.22 亿元，同比增 31.81%，EPS 为 1.44 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	341.6	287.28	493.22	694.7	876.75	1029.12	642.28
增长率（%）	191.78%	34.71%	77.04%	161.54%	156.66%	258.24%	30.22%
毛利率（%）	31.79%	30.31%	30.47%	23.40%	21.62%	19.07%	34.13%
期间费用率（%）	14.22%	13.22%	13.72%	10.60%	11.54%	11.23%	26.38%
营业利润率（%）	15.46%	16.89%	13.81%	11.58%	11.26%	6.10%	12.69%
净利润（百万元）	44.32	42.75	41.73	71.89	85.46	53.94	50.43
增长率（%）	159.74%	72.46%	08.27%	98.08%	92.83%	26.17%	20.83%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.24	0.22	0.40	0.44	0.29	0.21
资产负债率（%）	52.54%	65.21%	71.25%	71.57%	72.65%	73.58%	57.19%
净资产收益率（%）	4.89%	4.49%	4.18%	6.83%	7.38%	4.39%	1.90%
总资产收益率（%）	2.32%	1.56%	1.20%	1.94%	2.02%	1.16%	0.81%

观点：

- **全年业绩高速增长，背膜及电池增长还将持续。**公司2017年全年实现营业收入32.43亿元，同比增长133.68%，增长来自于电池组件营收的快速爆发及背膜收入的增长，随着背膜产能提升、电池产能的释放，我们认为18年营收仍将维持高速增长。公司17年全年实现归母净利润2.59亿元，同比增长56.55%，利润增速低于营收增速的原因在于电池业务盈利能力低于背膜，而且处于产能爬坡期，我们认为今年随着电池产能的释放、生产效率的提升、规模效应的增强，单晶电池产品的性价比会逐步体现，竞争力会逐步增强，电池组件业务的盈利水平有望实现稳步提升。
- **公司高度重视高效电池及背膜研发，引入IPD研发体系实现升级。**公司全年累计在高效电池方向投入研发费用5766.6万元，占泰州中来光电总营收的4.52%，全年累计在背膜方向投入研发费用6290.23万元，占背膜营收的3.47%。同时为提升研发管理实力，公司导入了IPD研发流程管理体系，通过梳理研发流程、建立评审流程等方式缩短新产品研发周期，降低研发成本，我们认为公司在技术创新研发方面实现了质的飞跃。

- **背膜销量大幅增长, 新产品实现批量生产。**公司2017年销售背膜1.01亿平米, 同比增长41.31%, 与光伏行业装机增速同步。背膜业务毛利率为30.33%, 下降1.87个百分点。公司为满足高效电池组件的需求, 从清洁、水汽阻隔等不同角度优化了背膜产品, 公司在有机-无机纳米耐紫外自清洁涂层技术、微发泡技术、高水汽阻隔技术方向上进行了重点研发, 并实现批量生产。在产能方面, 公司2016年实施的“年产1600万平方米涂覆型太阳能电池背膜扩建项目”已经完全投产, 2017年背膜产能得到了较为充分的释放。
- **N型电池组件销量大幅增长, 18年仍将持续高增长。**公司2017年销售电池组件615.06MW, 同比增长796.85%。从行业发展态势看, 2018年是双面电池及组件发展的大年, 公司N型双面电池具备的双面发电优势18年将逐渐被市场认可。公司在N型双面电池上的布局超前于国内竞争对手, 泰州“年产2.1GW N型单晶双面太阳能电池项目”已经取得阶段性量产成果, 产能释放持续推进中, 公司2018年还将进行TOPcon技术升级, 提升效率, 降低成本, 强化性价比优势, 并根据市场情况启动新的扩张方案。公司实现N-PERT单晶双面电池的正面量产转换效率21.6%、背面19%, 比普通单面组件发电量可提升10%~30%。公司实现TOPCon单晶双面电池正面最高转换效率22.37%, IBC单晶电池转换效率23.16%, 均处于行业领先水平。
- **分布式及扶贫将为公司带来新的增长点。**公司在户用光伏、精准扶贫、工商业分布式上开始发力。公司目前在河南、山东等地开展户用电站及光伏扶贫项目, 在扶贫方面推出精准扶贫3.0模式, 充分利用公司N型单晶双面电池具备的更高发电量的优势。在农光互补电站业务上, 公司结合自身高效电池、背膜产品优势, 有望实现联动。

结论:

我们预计公司2018-2020年的营收分别为47.4亿元、65.9亿元、92.9亿元, 归母净利润为4.01亿元、5.93亿元、7.61亿元, 对应EPS分别为1.66元、2.45元、3.15元, PE分别为23x、15.5x、12.1x, 首次覆盖, 给予“**强烈推荐**”评级。

风险提示:

- 电池及背膜产品价格下跌超预期; N型电池性价比不及预期; 新项目投产进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	2140	3826	5372	7186	9857	营业收入	1388	3243	4738	6593	9287		
货币资金	694	1600	2337	3252	4581	营业成本	960	2475	3636	5046	7244		
应收账款	422	713	1038	1445	2035	营业税金及附加	9	13	19	26	37		
其他应收款	84	62	90	125	176	营业费用	26	77	113	119	158		
预付款项	191	92	-54	-256	-546	管理费用	119	272	398	554	743		
存货	307	576	847	1175	1687	财务费用	42	110	50	89	137		
其他流动资产	123	205	270	270	270	资产减值损失	13.94	26.01	26.01	26.01	26.01		
非流动资产合计	1330	2368	2161	2072	1942	公允价值变动收益	-0.03	0.03	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	99	117	117	117	117	投资净收益	-4.83	23.57	0.00	0.00	0.00		
固定资产	688.78	#####	#####	1494.1	1369.1	营业利润	214	323	497	734	941		
无形资产	68	63	57	51	46	营业外收入	10.83	0.82	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	1	160	160	160	160	营业外支出	15.29	0.93	1.00	1.00	1.00		
资产总计	3470	6194	7534	9258	11798	利润总额	210	323	496	733	940		
流动负债合计	1184	1943	3017	4412	6530	所得税	44	62	94	140	179		
短期借款	157	453	1220	2024	3221	净利润	165	262	401	593	761		
应付账款	438	672	976	1355	1945	少数股东损益	0	3	0	0	0		
预收款项	16	24	24	24	24	归属母公司净利润	165	259	401	593	761		
一年内到期的非流	0	200	200	200	200	EBITDA	355	577	709	991	1249		
非流动负债合计	1288	1599	1581	1581	1581	BPS (元)	0.92	1.44	1.66	2.45	3.15		
长期借款	618	917	917	917	917	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0								
							2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	2472	3542	4597	5992	8110	成长能力							
少数股东权益	31	58	58	58	58	营业收入增长	89.05%	133.68	46.11%	39.16%	40.85%		
实收资本(或股本)	183	242	242	242	242	营业利润增长	66.49%	51.09%	53.61%	47.71%	28.29%		
资本公积	405	1733	1733	1733	1733	归属于母公司净利润	55.22%	47.81%	55.22%	47.81%	28.33%		
未分配利润	380	586	664	778	925	获利能力							
归属母公司股东权	967	2594	2877	3207	3629	毛利率(%)	30.85%	23.67%	23.26%	23.46%	21.99%		
负债和所有者权	3470	6194	7534	9258	11798	净利率(%)	11.90%	8.07%	8.47%	9.00%	8.20%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)						
							4.76%	4.17%	5.33%	6.41%	6.45%		
						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
						ROE(%)	17.08%	9.97%	13.95%	18.50%	20.98%		
经营活动现金流	-153	-719	127	570	674	偿债能力							
净利润	165	262	401	593	761	资产负债率(%)	71%	57%	61%	65%	69%		
折旧摊销	99.72	143.35	0.00	163.20	165.00	流动比率	1.81	1.97	1.78	1.63	1.51		
财务费用	42	110	50	89	137	速动比率	1.55	1.67	1.50	1.36	1.25		
应收账款减少	0	0	-325	-407	-590	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.67	0.69	0.79	0.88		
投资活动现金流	-797	-116	18	-106	-66	应收账款周转率	4	6	5	5	5		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.47	5.84	5.75	5.66	5.63		
长期股权投资减少	0	0	44	0	0	每股指标(元)							
投资收益	-5	24	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.92	1.44	1.66	2.45	3.15		
筹资活动现金流	1109	1835	593	451	720	每股净现金流(最新	0.87	4.14	3.05	3.79	5.50		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.29	10.73	11.90	13.27	15.01		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	63	59	0	0	0	P/E	41.41	26.46	22.95	15.52	12.10		
资本公积增加	69	1328	0	0	0	P/B	7.20	3.55	3.20	2.87	2.54		
现金净增加额	160	1000	738	915	1328	EV/EBITDA	19.82	15.91	12.99	9.18	7.18		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。