

证券研究报告

公司研究——年报点评

中来股份（300393.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2017.11.9

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

马步芳 研究助理

联系电话：+86 10 83326842

邮箱：mabufang@cindasc.com

相关研究

《把控核心技术推动行业平价上网，高效单晶是爆发点》2017.04.14

《背膜业务拉动业绩大幅增长，N型电池有望打开成长空间》2017.8.24

《背膜业务助力公司业绩腾飞，定增获批加速高效电池兑现》2017.11.9

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

电池业务快速增长，新老业务有望发挥联动效应

2018年05月10日

事件1：公司发布2017年年报，报告期内实现营业收入32.43亿元，比2016年同期增加133.68%；实现归属于上市公司股东的净利润2.59亿元，同比增长56.55%。

事件2：公司公布2018年第一季度报告，第一季度实现营收4.55亿元，同比减少34.56%，归属上市公司股东的净利润2230.18万元，同比减少69.41%。

点评：

- **太阳能电池背膜全球龙头，规模效应带来成本优势。**2017年公司太阳能电池背膜营收17.95亿元，同比增长38%，占总体营收55.34%，是公司最重要的业务。公司主要产品为：FFC、TPT、TFB、KFB等结构背膜，同时2017年成功研发了透明太阳电池背膜、1500V系统电压太阳电池背膜、黑色红外高发射太阳电池背膜等多种性能的背膜产品，满足不同组件以及应用场景的需求。该类产品主要是在户外环境下保护太阳电池组件不受光、湿、热等的侵蚀。2017年公司背膜产量1.06亿平方米，同比增长44.92%，销量1.01亿平方米，同比增长41.31%，出货量可配套约17GW光伏组件。近三年，公司背膜累计出货量已超过两亿平方米，已经成为全球最大的太阳能电池背膜供应商，市场占有率位居全球第一。规模化效应产生了一定的成本优势，2017年公司背膜产品毛利率为30.33%，远高于国内同行20%以下的毛利率。公司成本优势明显，产品富有竞争力。
- **太阳能电池业务快速增长，未来拥有N型单晶双面太阳能电池全球最大产能。**公司第二大业务为高效电池业务，2017年营收11.89亿元，同比增长1525.66%，占总营收36.66%。公司全年电池及组件产量676.41MW，同比增长663.87%，销量615.06MW，同比增长796.85%。电池及组件业务大幅增长主要是因为公司产品转化效率高以及产能的释放。公司主营产品N型单晶双面太阳能电池量产正面转换效率超过22%，背面效率大于19%，较一般单面组件发电量可提升10%~30%，N型IBC电池转换效率达到23.16%，N型单晶双面TOPCon电池的正面转换效率达到22.37%，均处于行业领先水平。同时，截止2017年，公司年产2.1GW N型单晶双面太阳能电池项目已建成7条电池生产线，已拥有1.05GW的电池产能，项目完全建成投产后，公司将具有全球最大的N型单晶双面太阳能电池产能。
- **光伏电站业务稳步开展，政策助力有望带动业绩增长。**2017年公司光伏应用业务2.51亿元，占总体营收7.75%。公司光伏应用业务专注于分布式光伏电站开发、设计、建设、产品销售、运维服务等。公司主要营业模式为：针对普通住宅用户、建档立卡的贫困户、工商业用户等群体，提供一整套专业的新能源系统解决方案。用户可选择“自发自用、余电

上网”或“全额上网”的模式，实现上网发电，除满足用户日常用电需求，同时作为绿色能源可带来一定的经济收益。公司参与的精准扶贫项目使贫困户零投资就能获得持续二十年的每年 3000 元/户以上的最低收入。产能方面，公司已并网加在建的光伏电站累计约 50MW，2017 年新增 30MW，增幅超过 150%。随着光伏扶贫的政策落地，公司凭借优质的产品性能、品牌效应以及先入优势，有望在光伏扶贫领域增量市场获得较大市场份额，带动业绩持续增长。

- **探索业务模块联动，发挥联动效应优势。**2017 年公司已就背膜、高效电池、光伏应用三大业务联动模式探索，三大业务相辅相成、协同整合，已取得了较好的成效。2018 年，公司将继续依托背膜及高效电池领先的技术及优质的客户群体，搭载公司自主开发的户用光伏运维系统，进一步布局光伏产业链，形成各业务板块良性互动、良性循环。业务联动必须有高质量的产品和技术研发做支撑，2017 年公司研发费用 1.21 亿元，占总营收 3.73%，其中背膜研发投入 0.63 亿元，占背膜营收 3.47%，高效电池研发投入 0.58 亿元，占电池业务营收 4.52%，截止 2017 年公司背膜和电池相关技术分别获得 78 项专利，产品也都获得了多个国家的权威认证。我们认为，在研发力量的支撑下，公司产品质量过关、技术领先，不仅可以发挥业务板块联动效应，甚至有望打造“背膜+电池+电站”的产业链互动发展。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年营业收入分别为 48.23 亿元、62.62 亿元、78.55 亿元，归母净利润分别为 3.87 亿元、4.86 亿元、5.64 亿元，EPS 分别为 1.61、2.02、2.34 元，对应 5 月 10 日收盘价（35.19 元）的市盈率分别为 22、17 和 15 倍。公司作为材料龙头将充分享受行业红利，公司具有强大的资本实力和行业地位，鉴于此两点，我们维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**光伏行业发展的超预期；光伏电站需求超预期。
- **风险因素：**光伏行业发展不及预期；市场竞争激烈导致盈利能力下降风险；政策变动带来的影响。

公司报告首页财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,387.71	3,242.85	4,823.48	6,261.67	7,854.93
增长率 YoY %	89.05%	133.68%	48.74%	29.82%	25.44%
归属母公司净利润(百万元)	165.16	258.57	387.46	486.31	564.23
增长率 YoY%	53.37%	56.55%	49.85%	25.51%	16.02%
毛利率%	30.85%	23.67%	22.14%	21.98%	21.41%
净资产收益率 ROE%	18.34%	14.52%	14.21%	15.67%	15.55%
每股收益 EPS(摊薄, 元)	0.68	1.07	1.61	2.02	2.34
市盈率 P/E(倍)	51	33	22	17	15

市净率 P/B(倍)	8.8	3.3	3.0	2.5	2.2
------------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2018年5月10日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,139.83	3,825.62	4,330.77	5,085.22	5,890.00
货币资金	694.31	1,599.55	939.01	758.28	515.60
应收票据	318.40	578.65	860.70	1,117.32	1,401.62
应收账款	422.21	713.47	1,061.23	1,377.65	1,728.19
预付账款	190.94	91.76	139.21	181.10	228.83
存货	307.01	575.92	1,064.35	1,384.60	1,749.50
其他	206.97	266.27	266.27	266.27	266.27
非流动资产	1,329.82	2,368.05	3,263.29	3,974.67	4,705.67
长期投资	99.12	116.77	116.77	116.77	116.77
固定资产	688.78	1,404.42	1,796.12	2,566.15	3,290.69
无形资产	67.91	63.40	74.33	83.33	84.24
其他	474.00	783.45	1,276.06	1,208.42	1,213.97
资产总计	3,469.65	6,193.66	7,594.06	9,059.89	10,595.67
流动负债	1,183.94	1,943.09	3,076.77	4,056.08	5,027.31
短期借款	157.20	452.59	452.59	752.59	952.59
应付账款	437.94	672.37	1,020.12	1,327.06	1,676.79
其他	588.79	818.13	1,604.06	1,976.44	2,397.93
非流动负债	1,288.09	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90
长期借款	618.28	916.52	916.52	916.52	916.52
其他	669.81	682.38	682.38	682.38	682.38
负债合计	2,472.02	3,541.99	4,675.67	5,654.98	6,626.20
少数股东权益	30.71	57.54	57.66	57.87	58.20
归属母公司股东权益	966.91	2,594.14	2,860.73	3,347.04	3,911.27
负债和股东权益	3469.65	6193.66	7594.06	9059.89	10595.67

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,387.71	3,242.85	4,823.48	6,261.67	7,854.93
同比	89.05%	133.68%	48.74%	29.82%	25.44%
归属母公司净利润	165.16	258.57	387.46	486.31	564.23
同比	53.37%	56.55%	49.85%	25.51%	16.02%
毛利率	30.85%	23.67%	22.14%	21.98%	21.41%
ROE	18.34%	14.52%	14.21%	15.67%	15.55%
每股收益(摊薄, 元)	0.68	1.07	1.61	2.02	2.34
P/E	51	33	22	17	15
P/B	8.8	3.3	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA	25.42	19.86	13.51	11.00	9.27

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,387.71	3,242.85	4,823.48	6,261.67	7,854.93
营业成本	959.56	2,475.31	3,755.52	4,885.50	6,173.04
营业税金及附加	8.91	12.80	19.03	24.71	31.00
营业费用	26.18	77.23	98.39	127.73	160.23
管理费用	118.58	272.46	415.86	539.86	677.22
财务费用	41.64	110.06	111.16	128.71	152.20
资产减值损失	13.94	26.01	35.67	46.32	58.21
公允价值变动收益	-0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.83	23.57	91.36	93.80	95.07
营业利润	214.04	323.39	479.21	602.64	698.11
营业外收入	10.83	0.82	5.16	5.60	3.86
营业外支出	15.29	0.93	5.60	7.27	4.60
利润总额	209.58	323.28	478.77	600.97	697.37
所得税	44.48	61.57	91.18	114.45	132.81
净利润	165.10	261.71	387.59	486.52	564.56
少数股东损益	-0.07	3.14	0.13	0.21	0.33
归属母公司净利润	165.16	258.57	387.46	486.31	564.23
EBITDA	283.59	507.35	744.72	941.63	1,139.19
EPS	0.90	1.07	1.61	2.02	2.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-153.04	-719.33	342.43	468.92	624.21
净利润	165.10	261.71	387.59	486.52	564.56
折旧摊销	37.03	88.63	157.04	220.03	301.65
财务费用	36.99	95.43	108.91	120.63	140.16
投资损失	4.83	-23.57	-91.36	-93.80	-95.07
营运资金变动	-427.94	-1,380.54	-67.68	-302.19	-334.44
其它	30.95	239.00	-152.07	37.73	47.35
投资活动现金流	-796.72	-116.11	-773.19	-829.02	-926.72
资本支出	-499.09	-327.66	-864.55	-922.82	-1,021.80
长期投资	34.29	85.94	91.36	93.80	95.07
其他	-331.93	125.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,109.36	1,835.26	-227.84	181.30	61.77
吸收投资	72.31	1,386.75	0.00	0.00	0.00
借款	654.64	593.51	0.00	300.00	200.00
支付利息或股息	61.90	115.07	227.84	118.70	138.23
现金净增加额	160.26	999.73	-660.54	-180.74	-242.68

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，新能源与电力设备行业首席研究员，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，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、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，推动行业发展。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。