

**证券研究报告—动态报告**

电气设备新能源

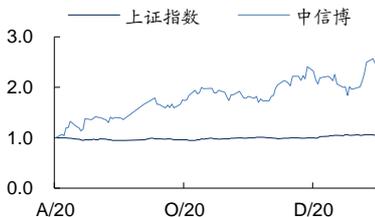
新能源

**中信博(688408)**
**增持**

2020 年业绩预增点评

(维持评级)

2021 年 01 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	136/30
总市值/流通(百万元)	26,174/5,837
上证综指/深圳成指	3,569/15,352
12 个月最高/最低(元)	205.00/75.00

**相关研究报告:**

《国信证券-中信博-688408-首次覆盖:跟踪支架亚太龙头,海外拓展潜力巨大》——2020-09-08

**证券分析师:王蔚祺**

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003

**联系人:万里明**

电话: 010-88005329  
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 光伏装机加速, Q4 业绩超预期

**● 受益于光伏装机需求旺盛, 公司全年盈利持续高增速**

2020 年业绩预增公告显示, 公司预计全年归母净利润达到 2.70-2.85 亿元, 同比增长 66.41%至 75.65%, 扣非归母净利润 2.35-2.50 亿元, 同比增长 66.12%-76.72%; Q4 归母净利润为 0.97-1.12 亿元, 同比增长 26%-45%, 环比增长 56%-81%。下半年伴随光伏行业装机量需求向好, 公司凭借领先的创新能力、方案解决及产品优势, 高毛利的跟踪支架占比持续提升, 全年实现盈利高增速。

**● 光伏跟踪支架占比提升, 多重驱动助力公司高速增长**

公司所处的光伏行业、跟踪支架市场和公司自身均处于高成长性阶段, 具备三重业绩增长动力: 首先 21-25 年预计全球光伏新增装机容量复合增速达 23%, 第二, 全球跟踪支架占地面光伏电站的比例有望从 17 年 16%升至 2023 年的 42%。第三, 公司连续四年蝉联跟踪系统全球前五强, 连续两年稳居亚太地区龙头, 但全球市占率仅 6%, 伴随技术和成本优势市占率有望持续提升。

**● 募投项目解决产能瓶颈, 自动化产线提升品质和效率**

公司光伏支架年产能从 2017 年的 3GW 提升至 2019 年的 3.6GW, 但仍然无法满足市场需求, 新建募投光伏支架项目建成达产后, 将新增年产 2.8GW 高品质光伏支架产能, 预期建设第二年达产 50%, 第三年全部达产。新建项目不仅提升了公司市占率, 引进自动化生产线还提高产品品质和生产效率, 同时提高自主零部件生产比例, 提升零部件质量, 确保供应与生产稳定。

**● 投资建议: 上调公司盈利预测, 维持“增持”评级**

基于业绩预告和行业高增速, 我们上调了盈利预测, 预计 20-22 年营收 34.8/50.0/68.4 亿元(原营收 33.3/44.3/60.4 亿元), 同比增速 52/44/37%, 归母公司净利润为 2.79/4.50/7.04 亿元(原盈利 2.56/3.62/5.67 亿元), 同比增速 72/61/56%; 20-22 年 EPS 分别为 2.06/3.32/5.19 元, 当前股价对应 PE92/57/37 倍, 维持“增持”评级。

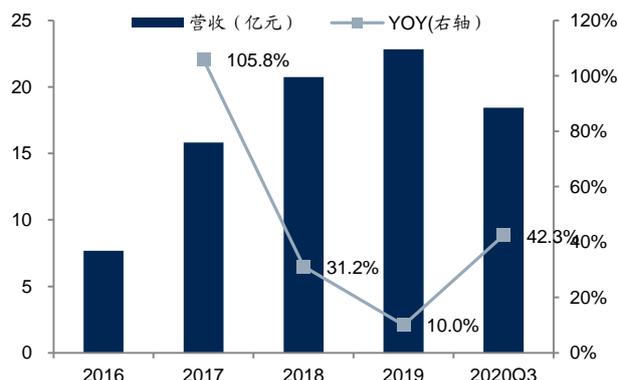
**● 风险提示: 国际贸易壁垒; 光伏新增装机不达预期。**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,282	3,475	4,998	6,844
(+/-%)	10.0%	52.3%	43.8%	36.9%
净利润(百万元)	162	279	450	704
(+/-%)	66.9%	72.1%	61.2%	56.3%
摊薄每股收益(元)	1.59	2.06	3.32	5.19
EBIT Margin	13.1%	10.6%	11.2%	11.6%
净资产收益率(ROE)	18.2%	26.4%	33.9%	40.2%
市盈率(PE)	119.3	92.4	57.3	36.7
EV/EBITDA	66.7	71.4	46.8	34.7
市净率(PB)	21.75	24.41	19.44	14.75

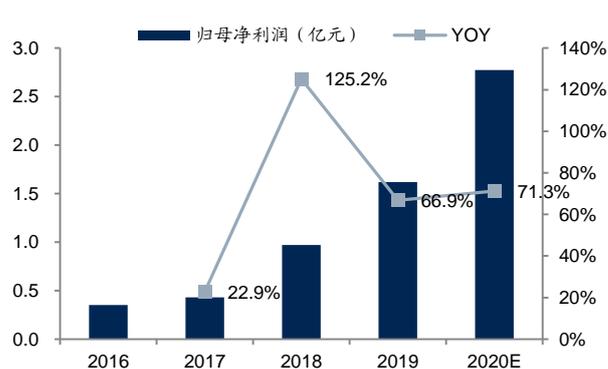
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020年业绩预增公告预计全年归母净利润达到2.7-2.85亿元，同比增长66.41%至75.65%，预计扣非归母净利润2.35-2.50亿元，同比增长66.12%-76.72%。按此计算Q4归母净利润预计为0.97-1.12亿元，同比增长26%-45%，环比增长56%-81%，盈利增速持续扩大。下半年伴随光伏行业装机量需求向好，公司凭借领先的创新能力、方案解决及产品优势，高毛利的跟踪支架占比持续提升，全年实现盈利高速增长。

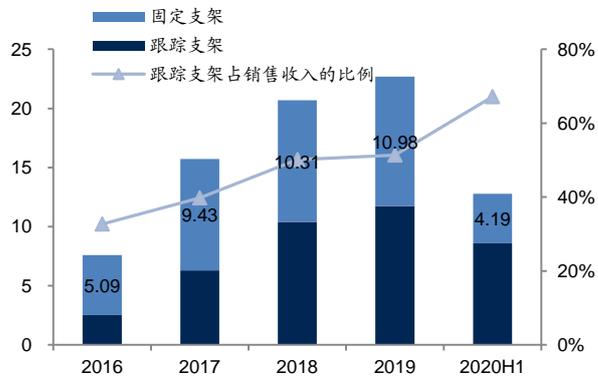
**图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 2：公司单归母净利润及增速（单位：亿元、%）**

 资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理  
 注：2020年归母净利润取业绩预增区间平均值

**图 3：公司毛利率和净利率变化（%）**

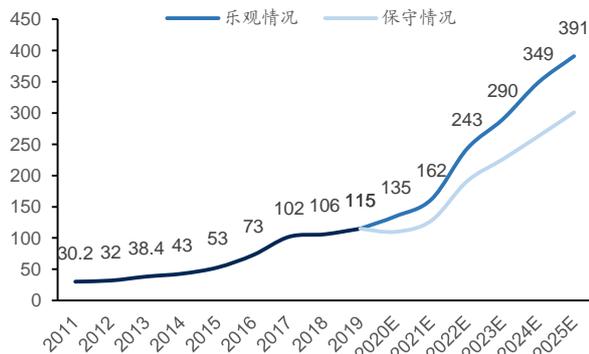

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 4：公司主营产品销售额和占比（亿元、%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

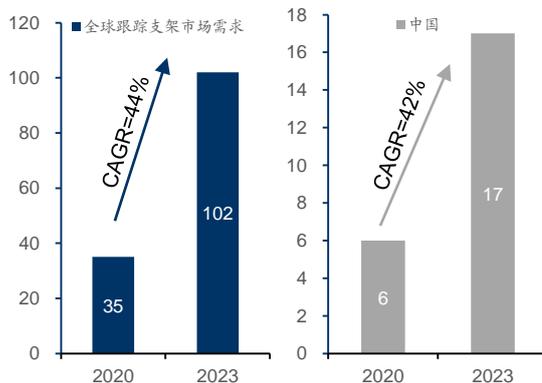
**光伏支架处于黄金赛道，叠加跟踪支架渗透率和公司市占率提升，公司具备三重业绩增长动力。**公司所处的光伏行业、跟踪支架市场和公司自身均处于高成长性阶段，具备三重业绩增长动力：首先 21-25 年预计全球光伏新增装机容量复合增速达 23%，第二，全球跟踪支架占地面光伏电站的比例有望从 17 年 16% 升至 2023 年的 42%。第三，公司连续四年蝉联跟踪系统全球前五强，连续两年稳居亚太地区龙头，但全球市占率仅 6%，伴随技术和成本优势市占率有望持续提升。

图 5: 未来五年全球光伏年均新增装机预测 (GW)



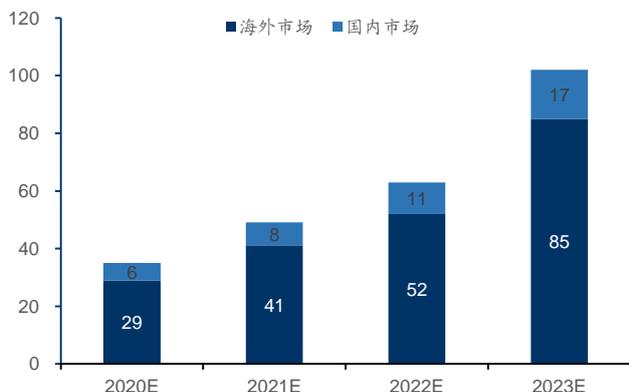
资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

图 6: 全球及中国跟踪系统增长趋势 (GW)



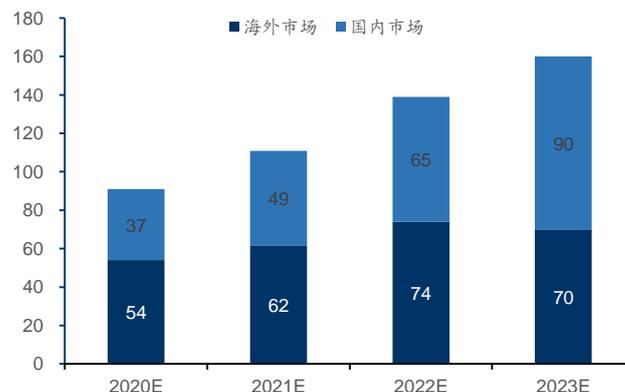
资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

图 7: 全球跟踪支架市场需求估算 (GW)



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

图 8: 全球固定支架市场需求估算 (GW)



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

公司募投扩产项目缓解了产能瓶颈,引入自动化生产线提升了产品质量和效率。公司光伏支架年产能从 2017 年的 3GW 提升至 2019 年的 3.6GW,但仍然无法满足市场需求,新建募投项目用于建设“太阳能光伏支架生产基地建设项目”,该项目建成达产后将新增年产 2.8GW 高品质光伏支架的生产能力,预期建设第二年达产 50%,第三年全部达产。新建项目不仅提升了公司市占率,引进自动化生产线提高产品品质和生产效率,同时提高自主零部件生产比例,提升零部件质量,确保供应与生产稳定。

表 1: 公司历史销售量与产能

期间	产能 (GW)	自产产量 (MW)	产能利用率 (%)	外购数量 (GW)	销量 (GW)	产销率 (%)
2019 年	3.60	3.76	105	1.40	5.33	103
2018 年	3.60	3.75	104	0.91	4.50	96
2017 年	3.00	3.35	112	0.44	3.90	103

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：上调公司盈利预测，维持“增持”评级**

基于业绩预告和行业协会对未来需求的乐观前景，我们上调了盈利预测。预计20-22年营收34.8/50.0/68.4亿元（原营收预测值33.3/44.3/60.4亿元），同比增速52/44/37%，归母公司净利润为2.79/4.50/7.04亿元（原盈利2.56/3.62/5.67亿元），同比增速72/61/56%；20-22年EPS分别为2.06/3.32/5.19元，当前股价对应PE为92/57/37倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**国际新增贸易壁垒；光伏新增装机不达预期。

**表 2：可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	MRQ
688408	中信博	增持	190.16	1.59	2.06	3.32	119.60	92.31	57.28	10.89
300274	阳光电源	买入	104.50	0.61	1.36	2.08	171.31	76.84	50.24	15.70
300827	上能电气	买入	76.45	1.52	1.72	2.28	50.30	44.45	33.53	6.81
300763	锦浪科技	未评级	202.28	1.58	2.03	3.33	128.03	99.65	60.74	30.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；锦浪科技采用 Wind 一致性预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	556	400	400	2199	<b>营业收入</b>	<b>2282</b>	<b>3475</b>	<b>4998</b>	<b>6844</b>
应收款项	836	1809	1506	1875	营业成本	1730	2651	3786	5157
存货净额	197	1007	1334	560	营业税金及附加	9	13	19	26
其他流动资产	274	104	150	205	销售费用	188	236	335	459
<b>流动资产合计</b>	<b>2063</b>	<b>3520</b>	<b>3590</b>	<b>5040</b>	管理费用	158	210	302	412
固定资产	290	523	742	703	财务费用	5	10	14	(27)
无形资产及其他	82	81	79	77	投资收益	10	0	0	0
投资性房地产	36	36	36	36	资产减值及公允价值变动	11	(30)	(15)	10
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(25)	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>2472</b>	<b>4160</b>	<b>4447</b>	<b>5856</b>	营业利润	188	326	530	828
短期借款及交易性金融负债	88	1024	173	100	营业外净收支	2	2	0	0
应付款项	1213	1726	2463	3362	<b>利润总额</b>	<b>190</b>	<b>329</b>	<b>530</b>	<b>828</b>
其他流动负债	236	307	438	598	所得税费用	28	49	79	124
<b>流动负债合计</b>	<b>1536</b>	<b>3057</b>	<b>3074</b>	<b>4060</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>279</b>	<b>450</b>	<b>704</b>
其他长期负债	46	46	46	46					
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1582</b>	<b>3103</b>	<b>3120</b>	<b>4106</b>	<b>净利润</b>	162	279	450	704
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(23)	(1)	7	(1)
股东权益	890	1057	1327	1750	折旧摊销	16	40	61	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2472</b>	<b>4160</b>	<b>4447</b>	<b>5856</b>	公允价值变动损失	(11)	30	15	(10)
					财务费用	5	10	14	(27)
关键财务与估值指标					营运资本变动	323	(1029)	804	1408
每股收益	1.59	2.06	3.32	5.19	其它	23	1	(7)	1
每股红利	0.35	0.82	1.33	2.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>490</b>	<b>(680)</b>	<b>1331</b>	<b>2174</b>
每股净资产	8.74	7.79	9.78	12.89	资本开支	(102)	(300)	(300)	(20)
ROIC	32%	23%	30%	117%	其它投资现金流	(200)	0	0	0
ROE	18%	26%	34%	40%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(302)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(20)</b>
毛利率	24%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(36)	(112)	(180)	(282)
收入增长	10%	52%	44%	37%	其它融资现金流	<b>65</b>	<b>936</b>	<b>(850)</b>	<b>(73)</b>
净利润增长率	67%	72%	61%	56%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(7)</b>	<b>824</b>	<b>(1031)</b>	<b>(355)</b>
资产负债率	64%	75%	70%	70%	<b>现金净变动</b>	<b>182</b>	<b>(156)</b>	<b>0</b>	<b>1799</b>
息率	0.2%	0.6%	0.9%	1.5%	货币资金的期初余额	374	556	400	400
P/E	119.3	92.4	57.3	36.7	货币资金的期末余额	556	400	400	2199
P/B	21.8	24.4	19.4	14.7	企业自由现金流	492	(977)	1040	2132
EV/EBITDA	66.7	71.4	46.8	34.7	权益自由现金流	557	(50)	178	2082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032