

2020 年年报点评：跟踪支架出货、盈利能力双双超预期，跟踪龙头脱颖而出

2021 年 04 月 16 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,129	4,671	6,302	7,709
同比 (%)	37.1%	49.3%	34.9%	22.3%
归母净利润 (百万元)	285	487	700	915
同比 (%)	76.0%	70.7%	43.7%	30.6%
每股收益 (元/股)	2.10	3.59	5.16	6.74
P/E (倍)	61.54	36.04	25.09	19.20

投资要点

- 20 年归母净利润 2.85 亿元，同增 75.95%，符合预期：**公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 31.29 亿元，同比增长 37.11%；实现归属母公司净利润 2.85 亿元，同比增长 75.95%。其中 2020Q4，实现营业收入 12.86 亿元，同比增长 30.27%，环比增长 127.39%；实现归属母公司净利润 1.09 亿元，同比增长 41.19%，环比增长 74.99%。公司 20 年信用+资产合计计提约 0.5 亿减值，影响公司业绩，整体符合市场预期。
- 跟踪支架出货、毛利率双双超预期，在手订单充沛支撑 21 年增长：**20 年固定支架出货 5.1GW，同增 42.11%，单价为 0.266 元/W，同比下降约 13%，固定支架毛利率为 15.27%，同比-7.14 pct，主要原因在于运输费用计入成本，扣除后毛利率约 19.29%。20 年跟踪支架出货 3.1GW，同增 80.20%，单价 0.55 元/W，同比下降约 19%，主要原因为国内项目占比提升，导致整体均价降低。跟踪支架毛利率为 25.38%，同比-0.4 pct，但扣除运输费用后毛利率 28.73%，同比+3pct，超预期，主要原因是原材料成本降幅较大，同时新产能释放自动化程度提高单瓦制造费用下降。20 年公司海外收入中约 90%为跟踪支架，出货区域主要是为印度、中东、拉美等新兴市场。
- 研发、创新实力强劲，产能加速扩张保障出货：**2020 年公司及主要产品已通过 CE、UL、TÜV、B&V 可融资认证、Intertek 认证等多项权威认证，公司产品创新力强：1) 固定支架方面，公司正式发布多点同步固定可调支架产品。2) 跟踪支架方面，公司掌握跟踪支架多项核心技术并申请多项专利。3) BIPV 方面，公司 BIPV 产品分别针对不同屋顶应用场景，推出智顶、睿顶及双顶等 BIPV 产品。4) 专利方面，2020 年公司新增专利申请 107 件，新增专利获得 83 件，累计申请 343 件，获得 209 件。现有产能常州 1+2+3 期合计 3.6GW，常州 4 期 20 年 7 月份投产，产能 2.8GW，截止 2020 年末公司产能 6.4GW，产量 6.8GW，产能利用率打满至 107%，IPO 募投繁昌 2.8GW 项目预计 21Q3 投产，预计 21 年末公司产能 9.2GW，产能加速扩张保障出货。
- BIPV 业务加速布局，未来可期：**20 年公司 BIPV 业务收入约 0.45 亿元，同增 2100%+，出货量约 54MW，20 年公司承接国内最大 BIPV 项目（丰城 40.9MW 项目）完工。BIPV 前景广阔，我们测算未来居民+工商业屋顶 BIPV 的潜在空间合计在 5596GW+，公司提前布局 BIPV，产品迅速更新迭代，也拥有产品独家专利，并参与行业规范编制，未来有望利用先发优势，率先受益于 BIPV 市场成长。
- 盈利预测与投资评级：**我们基本维持原来的盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润为 4.87/7.00/9.15 亿元，同比增长 70.7%/43.7%/30.6%，对应 EPS 为 3.59/5.16/6.74 元。目标价 161.6 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	129.45
一年最低/最高价	75.00/205.00
市净率(倍)	7.08
流通 A 股市值(百万元)	4096.75

基础数据

每股净资产(元)	18.29
资产负债率(%)	46.77
总股本(百万股)	135.72
流通 A 股(百万股)	31.65

相关研究

1、《中信博 (688408): 光伏支架执牛耳者，跟踪系统向阳而生》2020-12-31

20 年归母净利润 2.85 亿元，同增 75.95%，符合预期：公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 31.29 亿元，同比增长 37.11%；实现归属母公司净利润 2.85 亿元，同比增长 75.95%。其中 2020Q4，实现营业收入 12.86 亿元，同比增长 30.27%，环比增长 127.39%；实现归属母公司净利润 1.09 亿元，同比增长 41.19%，环比增长 74.99%。公司 20 年信用+资产合计计提约 0.5 亿减值，影响公司业绩，整体符合市场预期。

表 1：中信博 2020 年季度财务数据

单位：亿元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	3.42	9.35	5.66	12.86
归母净利润	0.18	0.97	0.62	1.09
扣非归母净利润	0.19	0.92	0.47	0.94
经营活动现金流量净额	-0.28	0.91	1.36	2.08
归母净利率	5.29%	10.34%	10.98%	8.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看：

1) 固定支架业务，销售收入 13.62 亿元，同比增长 24.05%。销量上升，但固定支架业务毛利率下降 7.14 个百分点至 15.27%。

2) 跟踪支架业务，实现收入 17.10 亿元，同比上升 45.97%；跟踪支架业务毛利 4.34 亿元同比上升 43.68%。毛利率 25.38%，同比下降 0.4 个百分点。

3) BIPV 业务收入 0.45 亿元，同比增长 2142.26%。毛利率 14.93%，同比下降 31.45 个百分点，业务毛利 0.07 亿元。

4) 其他业务收入 0.04 亿元，同比增加 126.85%。

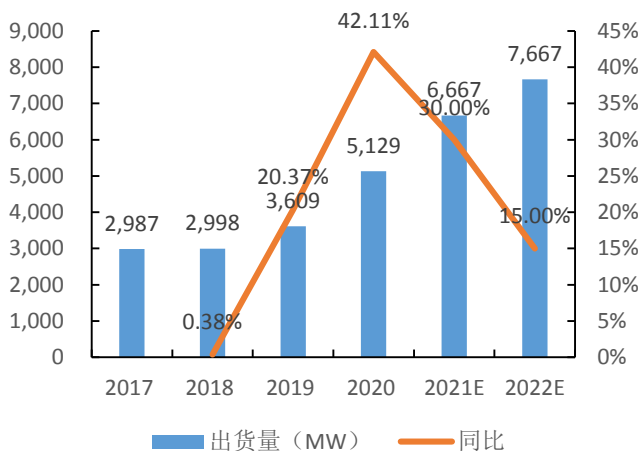
表 2：2020 年中信博收入、毛利率情况

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业						
光伏行业	31.21	24.71	20.82	37.29	43.34	减少 3.35 个 pct
分产品						
固定支架	13.62	11.54	15.27	24.05	35.47	减少 7.14 个 pct
跟踪支架	17.10	12.76	25.38	45.97	46.76	减少 0.4 个 pct
BIPV	0.45	0.38	14.93	2,142.26	3,457.73	减少 31.45 个 pct
其他	0.04	0.03	25.22	126.85	81.05	增加 18.91 个 pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

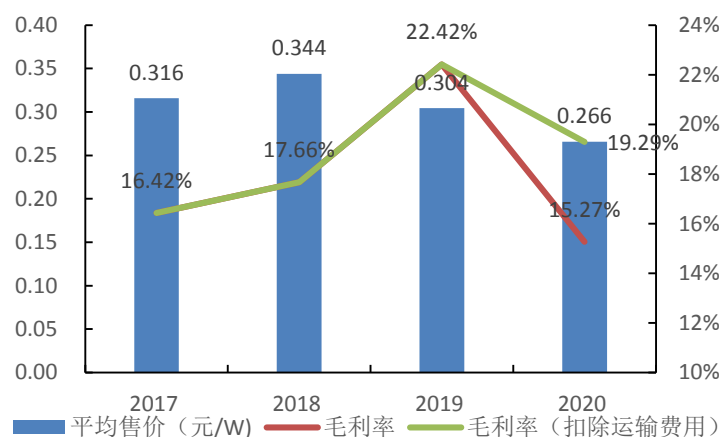
跟踪支架出货、毛利率双双超预期，在手订单充沛支撑 21 年增长：20 年固定支架出货 5.1GW，同增 42.11%，单价为 0.266 元/W，同比下降约 13%，固定支架毛利率为 15.27%，同比-7.14 pct，主要原因在于运输费用计入成本，扣除后毛利率约 19.29%。20 年跟踪支架出货 3.1GW，同增 80.20%，单价 0.55 元/W，同比下降约 19%，主要原因为国内项目占比提升，导致整体均价降低。跟踪支架毛利率为 25.38%，同比-0.4 pct，但扣除运输费用后毛利率 28.73%，同比+3pct，超预期，主要原因是原材料成本降幅较大，同时新产能释放自动化程度提高单瓦制造费用下降。20 年公司海外收入中约 90%为跟踪支架，出货区域主要是为印度、中东、拉美等新兴市场。

图 1：固定支架出货量和同比



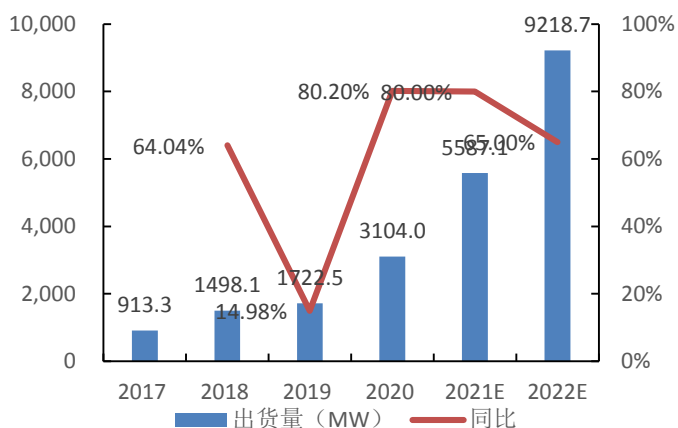
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：固定支架单价及毛利率



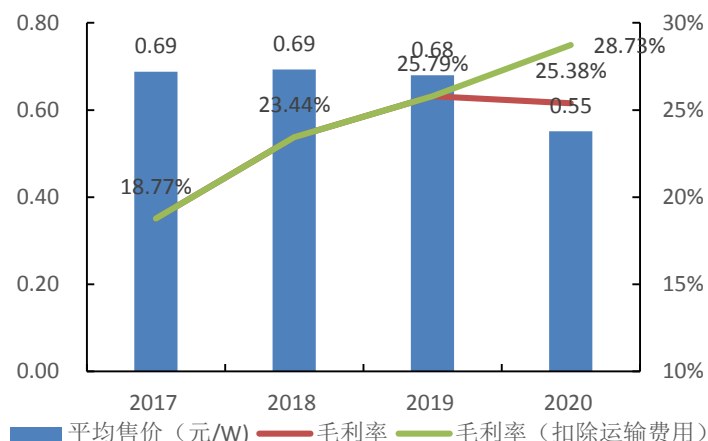
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：跟踪支架出货量和同比



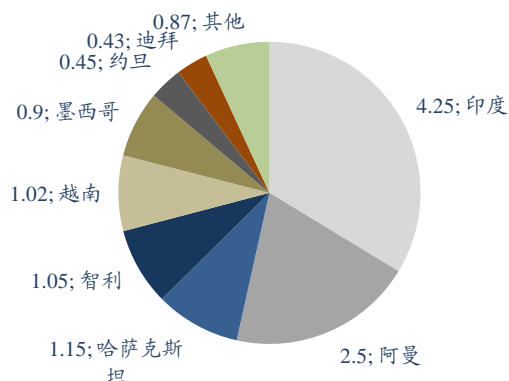
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：跟踪支架单价及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: 2020 中信博境外项目销售情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

研发、创新实力强劲, 产能加速扩张保障出货: 20 年公司及主要产品已通过 CE、UL、TÜV、B&V 可融资认证、Intertek 认证等多项权威认证, 公司产品创新力强: 1) 固定支架方面, 公司正式发布多点同步固定可调支架产品。2) 跟踪支架方面, 公司掌握跟踪支架多项核心技术并申请多项专利。3) BIPV 方面, 公司 BIPV 产品分别针对不同屋顶应用场景, 推出智顶、睿顶及双顶等 BIPV 产品。4) 专利方面, 2020 年公司新增专利申请 107 件, 新增专利获得 83 件, 累计申请 343 件, 获得 209 件。

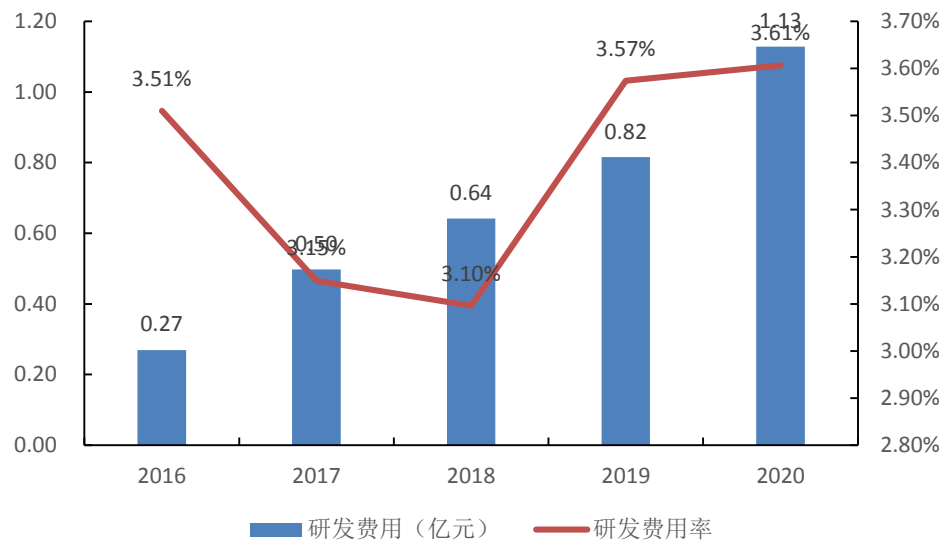
现有产能常州 1+2+3 期合计 3.6GW, 常州 4 期 20 年 7 月份投产, 产能 2.8GW, 截止 2020 年末公司产能 6.4GW, 产量 6.8GW, 产能利用率打满至 107%, IPO 募投繁昌 2.8GW 项目预计 21Q3 投产, 预计 21 年末公司产能 9.2GW, 产能加速扩张保障出货。

图 6: 公司专利情况 (截止至 2021.04.16)

	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	27	4	101	20
实用新型专利	76	76	225	173
外观设计专利	2	1	13	12
软件著作权	2	2	4	4
其他	0	0	0	0
合计	107	83	343	209

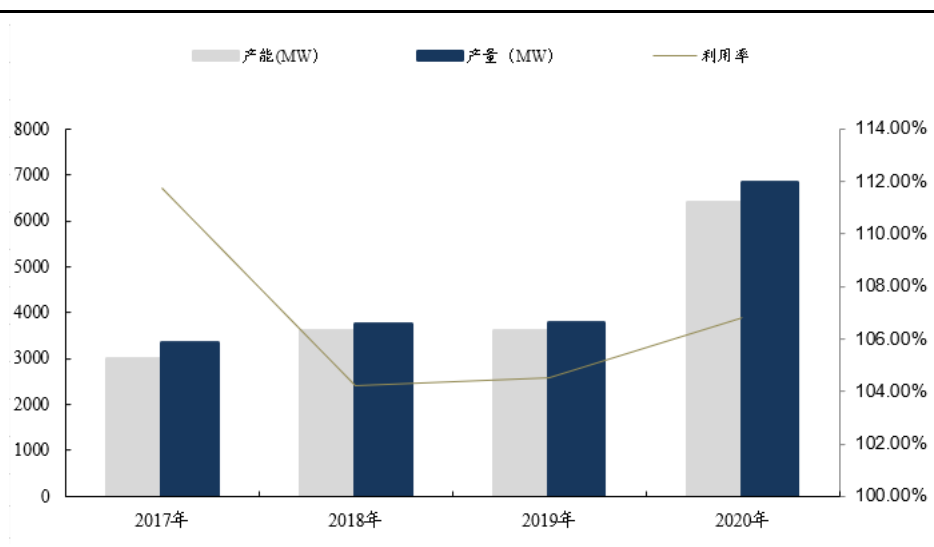
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 公司历年研发费用和研发费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 公司产能产量及利用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

BIPV 业务加速布局, 未来可期: 20 年公司 BIPV 业务收入约 0.45 亿元, 同增 2100%+, 出货量约 54MW, 20 年公司承接国内最大 BIPV 项目 (丰城 40.9MW 项目) 完工。BIPV 前景广阔, 我们测算未来居民+工商业屋顶 BIPV 的潜在空间合计在 5596GW+, 公司提前布局 BIPV, 产品迅速更新迭代, 也拥有产品独家专利, 并参与行业规范编制, 未来有望利用先发优势, 率先受益于 BIPV 市场成长。

研发、财务费用率上升，管理、销售费用率下降：费用率公司 20 年期间费用同减 12.57%至 2.89 亿元，期间费用率下降 5.26 个百分点至 9.25%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 84.72%、上升 20.58%、上升 133.41%、上升 25.34%至 0.83 亿元、0.75 亿元、1.13 亿元、0.19 亿元；费用率分别下降 5.58、下降 0.10、上升 0.03、上升 0.40 个百分点至 2.66%、2.39%、3.61%、0.59%。销售费用下降的原因在于执行新收入准则运费及运保费重分类至营业成本，财务费用增加的原因在于汇率波动至汇兑损失。

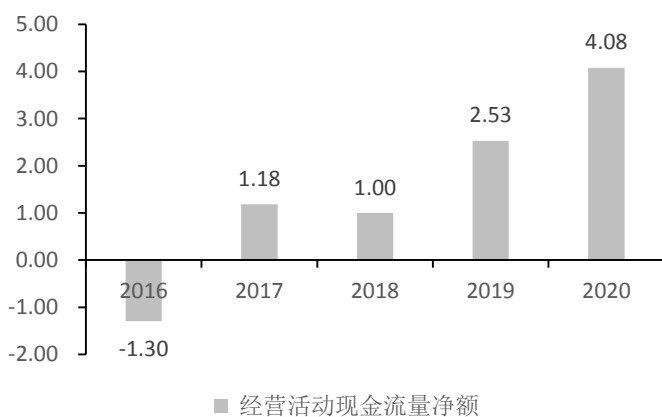
表 3: 中信博 2020 年费率情况

	2020	2019	同比增长	20Q4	19Q4	同比增长	2020 费用率	2019 费用率	同比增长 (pct)	20Q4 费用率	19Q4 费用率	同比增长 (pct)
期间费用 (亿元)	2.89	3.31	-12.57%	0.89	1.85	-51.66%	9.25%	14.51%	-5.26	6.94%	18.71%	-11.77
销售费用 (亿元)	0.83	1.88	-55.76%	0.22	1.44	-84.72%	2.66%	8.24%	-5.58	1.71%	14.56%	-12.85
管理费用 (亿元)	0.75	0.57	31.49%	0.20	0.17	20.58%	2.39%	2.49%	-0.10	1.59%	1.72%	-0.13
研发费用 (亿元)	1.13	0.82	38.37%	0.36	0.15	133.41%	3.61%	3.57%	0.03	2.81%	1.57%	1.24
财务费用 (亿元)	0.19	0.05	312.09%	0.11	0.09	25.34%	0.59%	0.20%	0.40	0.84%	0.87%	-0.03

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

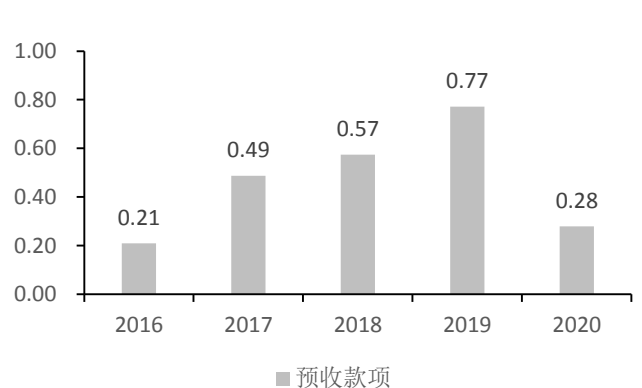
现金流显著增长，计提减值作风谨慎：2020 年经营活动现金流量净流入 4.08 亿元，同比增长 61.19%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 2.08 亿元；销售商品取得现金 26.77 亿元，同比增长 25.36%。期末预收款项 0.28 亿元，比年初下降 63.75%。期末应收账款 2.42 亿元，较期初下降 5.71 亿元，应收账款周转天数下降 70.04 天至 60.68 天。期末存货 2.9 亿元，较期初上升 0.93 亿元；存货周转天数下降 9.35 天至 35.4 天。公司 20 年计提约 0.50 亿减值损失，同比增长 62.4%。

图 9: 公司历年经营活动现金流量净额 (亿元)



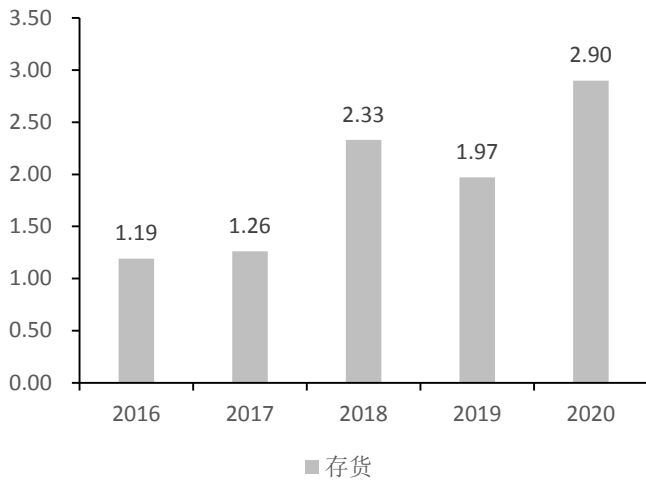
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 公司历年预收款项 (亿元)



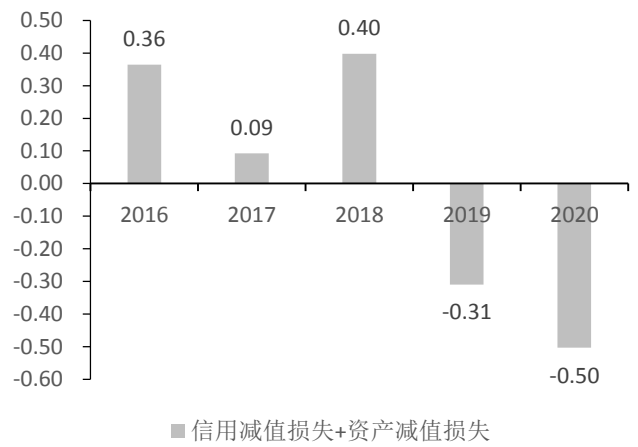
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11: 公司历年存货 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 公司历年计提减值 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们基本维持原来的盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润为 4.87/7.00/9.15 亿元, 同比增长 70.7%/43.7%/30.6%, 对应 EPS 为 3.59/5.16/6.74 元。目标价 161.6 元, 对应 21 年 45 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

中信博三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,204	5,729	6,525	8,426	营业收入	3,129	4,671	6,302	7,709
现金	1,571	1,525	2,936	3,397	减:营业成本	2,477	3,667	4,932	6,022
应收账款	242	1,333	792	1,807	营业税金及附加	10	15	21	25
存货	290	758	651	1,069	营业费用	83	121	158	185
其他流动资产	2,101	2,113	2,147	2,153	管理费用	75	280	366	432
非流动资产	460	753	970	1,122	财务费用	19	2	-16	-56
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-24	23	32	39
固定资产	288	521	717	854	加:投资净收益	8	8	8	8
在建工程	23	66	71	72	其他收益	18	3	4	5
无形资产	100	116	133	149	营业利润	335	572	822	1,075
其他非流动资产	50	50	49	48	加:营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	4,664	6,482	7,495	9,548	利润总额	336	574	824	1,076
流动负债	2,122	3,446	3,770	4,921	减:所得税费用	51	86	124	161
短期借款	66	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	668	1,624	1,459	2,305	归属母公司净利润	285	487	700	915
其他流动负债	1,389	1,822	2,311	2,616	EBIT	293	529	757	982
非流动负债	59	66	65	64	EBITDA	293	565	814	1,055
长期借款	0	7	6	5					
其他非流动负债	59	59	59	59	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,181	3,512	3,835	4,985	每股收益(元)	2.10	3.59	5.16	6.74
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	18.29	21.88	26.97	33.62
归属母公司股东权益	2,482	2,970	3,660	4,562	发行在外股份(百万股)	136	136	136	136
负债和股东权益	4,664	6,482	7,495	9,548	ROIC(%)	9.6%	14.8%	17.3%	18.0%
					ROE(%)	11.5%	16.4%	19.1%	20.1%
					毛利率(%)	20.8%	21.5%	21.7%	21.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	9.1%	10.4%	11.1%	11.9%
经营活动现金流	408	331	1,666	632	资产负债率(%)	46.8%	54.2%	51.2%	52.2%
投资活动现金流	-802	-318	-261	-213	收入增长率(%)	37.1%	49.3%	34.9%	22.3%
筹资活动现金流	1,278	-59	6	43	净利润增长率(%)	76.0%	70.7%	43.7%	30.6%
现金净增加额	871	-46	1,410	461	P/E	61.54	36.04	25.09	19.20
折旧和摊销	0	36	56	74	P/B	7.08	5.92	4.80	3.85
资本开支	85	293	217	152	EV/EBITDA	51.78	26.83	16.92	12.60
营运资本变动	0	-184	938	-288					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>