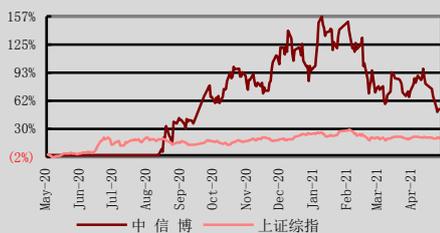


688408.SH
增持

市场价格：人民币 112.90

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(31.7)	(9.2)	(37.2)	0.0
相对上证指数	(31.4)	(11.4)	(32.7)	(21.6)

发行股数(百万)	136
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	16,021
3个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
蔡浩	38

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年5月14日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备
证券分析师：沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

中信博

光伏跟踪支架龙头，成长空间广阔

公司是光伏支架全球领先企业之一，有望受益于跟踪支架渗透率的逐步提升；公司加速海外市场拓展，产能持续扩张；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **光伏支架全球一线企业**：中信博成立于2009年，是光伏支架系统解决方案提供商，主要产品为光伏跟踪支架及固定支架。根据 Wood Mackenzie 统计，2016年至2019年，公司光伏跟踪支架年出货量分别位列全球第5、第4、第4、第5。
- **跟踪支架渗透率有望提升**：跟踪支架在高直射比、双面组件、大型地面集中式电站项目的性价比更高。根据公司2020年年报援引的2020年 IHS 跟踪支架报告，中国市场跟踪支架装机量仅约占5.0%，海外跟踪支架装机量占49.8%。受益于跟踪支架可靠性提升，造价成本降低，光伏平价上网趋势倒逼投资者更重视发电效率、双面组件推广应用等因素，跟踪支架在光伏支架中的比重将不断提升，对固定支架形成部分替代。
- **公司产品加速渗透海外市场**：公司通过聚焦高端产品，跟踪支架快速迭代，产品质量已能比肩海外龙头，而单价低于海外竞争对手。公司2017-2020年海外收入分别为4.31亿元、6.78亿元、12.05亿元、12.62亿元，海外收入占比分别为27.28%、32.71%、52.81%、40.34%。从盈利能力上看，海外市场毛利率相较于国内市场高出9-10个百分点，销售结构的优化有利于公司业绩持续增长。
- **产能持续扩张，支撑销量增长**：根据公司2020年年报，在完成常州生产基地四期建设后，公司已拥有约6.4GW光伏支架产能。公司IPO募投项目安徽2.8GW产能预计于2021-2022年逐步投产，有望进一步提升公司产能至9.2GW，为支架产品销量增长提供支撑。

估值

- 预计公司2021-2023年预测每股盈利分别为3.01/4.33/5.58元，对应市盈率37.5/26.0/20.2倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格涨幅超预期；跟踪支架渗透率不达预期；价格竞争超预期；光伏政策不达预期；国际贸易摩擦风险；新冠疫情影响超预期。

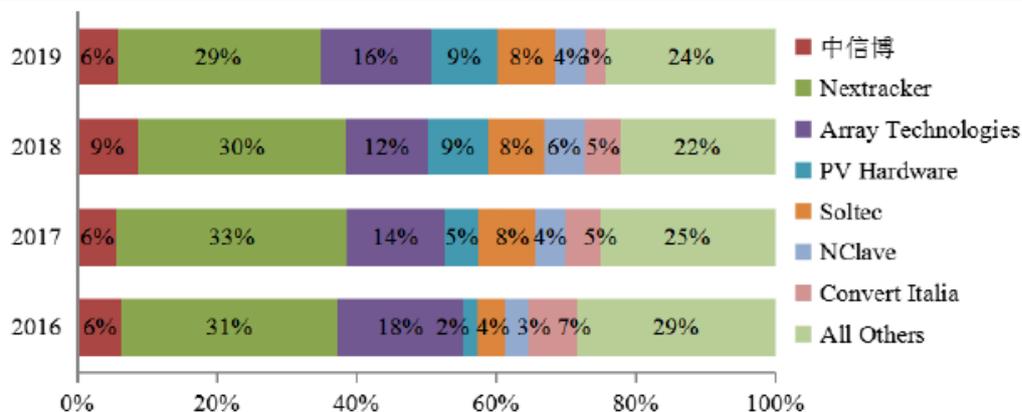
投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,282	3,129	4,448	5,702	7,321
变动(%)	10	37	42	28	28
净利润(人民币 百万)	162	285	409	588	758
全面摊薄每股收益(人民币)	1.196	2.104	3.012	4.334	5.582
变动(%)	25.1	76.0	43.2	43.9	28.8
全面摊薄市盈率(倍)	94.4	53.7	37.5	26.0	20.2
价格/每股现金流量(倍)	60.7	37.5	137.7	10.3	21.1
每股现金流量(人民币)	1.86	3.01	0.82	10.99	5.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.7	41.7	28.6	18.2	13.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.602	0.867	1.116
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

光伏支架全球一线企业：中信博成立于2009年，是光伏支架系统解决方案提供商，主营业务为光伏支架的研发、设计、生产和销售，主要产品为光伏跟踪支架及固定支架。公司业务布局全球，在香港、日本、美国、印度设立了子公司，并在欧洲、中东、东南亚、拉丁美洲等地区布局了销售与服务网点。根据 Wood Mackenzie 统计，2016年至2019年，公司光伏跟踪支架年出货量分别位列全球第5、第4、第4、第5。

图表 46. 2016-2019 年全球跟踪支架市场占有率情况



资料来源：中信博招股说明书，Wood Mackenzie，中银证券

跟踪支架在部分市场对固定支架形成替代，渗透率有望提升：采用跟踪支架的光伏系统，其组件朝向根据光照情况进行自动调整，可减少组件与太阳直射光之间的夹角，获取更多的太阳辐照，可有效提高发电效率。虽然采用跟踪支架的电站需要增加一定的前期投资成本，并需要承担一定的装置运行风险及后期运维成本，但在提升发电效率、融合双面组件等方面更具优势，在高直射比、双面组件、大型地面集中式等电站项目的性价比更高。根据公司2020年年报援引的2020年IHS跟踪支架报告，中国市场跟踪支架装机量仅约占5.0%，海外跟踪支架装机量占49.8%。受益于跟踪支架可靠性提升，造价成本降低，光伏平价上网趋势倒逼电站投资者更重视发电效率、双面组件不断推广应用等因素，跟踪支架在光伏支架中的比重将会不断提升，对固定支架形成部分替代。

图表 47. 跟踪支架系统示意图



资料来源：中信博招股说明书，中银证券

公司产品加速渗透海外市场：公司通过聚焦高端产品，跟踪支架快速迭代，产品质量已能比肩海外龙头，而单价低于海外竞争对手。公司在全球范围内设立分子公司、分支机构等构建起全球化销售网络，包括欧洲、亚洲、北美洲、南美洲、澳洲等区域，实现对全球光伏核心区域覆盖。公司 2017-2020 年海外收入分别为 4.31 亿元、6.78 亿元、12.05 亿元、12.62 亿元，海外收入占比分别为 27.28%、32.71%、52.81%、40.34%。从盈利能力上看，海外市场毛利率相较于国内市场高出 9-10 个百分点，销售结构的优化有利于公司业绩持续增长。

图表 48. 中信博主要海外下游客户



资料来源：中信博 2020 年年报，中银证券

产能持续扩张，支撑销量增长：根据公司 2020 年年报，在完成常州生产基地四期建设后，公司已拥有约 6.4GW 光伏支架产能。公司 IPO 募投项目安徽 2.8GW 产能预计于 2021-2022 年逐步投产，有望进一步提升公司产能至 9.2GW，为支架产品销量增长提供支撑。

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑公司产能规划及行业需求情况，预计公司 2021-2023 年跟踪支架业务收入保持较快增长，固定支架业务收入相对稳定。
- 2) 考虑上游原材料价格情况与竞争格局变化，预计公司支架产品毛利率有小幅波动。

图表 49. 中信博营业收入与毛利率预测

	2021E	2022E	2023E
跟踪支架			
收入 (百万元)	2,831.86	3,915.93	5,302.65
同比增长(%)	65.62	38.28	35.41
毛利率(%)	24.50	25.20	24.50
固定支架			
收入 (百万元)	1,513.27	1,610.62	1,744.25
同比增长(%)	11.07	6.43	8.30
毛利率(%)	14.00	15.00	15.00
BIPV			
收入 (百万元)	90.08	162.15	259.44
同比增长(%)	100.00	80.00	60.00
毛利率(%)	14.50	15.00	15.00
其他			
收入 (百万元)	12.42	13.66	15.02
同比增长(%)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	24.00	25.00	25.00
营业收入合计 (百万元)	4,447.63	5,702.35	7,321.36
同比增长(%)	42.16	28.21	28.39
综合毛利率(%)	20.72	22.03	21.90

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测:我们预计公司2021-2023年实现收入44.48亿元、57.02亿元、73.21亿元,分别同比增长42.16%、28.21%、28.39%;归属于上市公司股东的净利润分别为4.09亿元、5.88亿元、7.58亿元,分别同比增长43.16%、43.90%、28.80%;在当前股本下每股收益分别为3.01元、4.33元、5.58元。

相对估值:我们选取光伏支架行业标的清源股份、振江股份、爱康科技、天合光能(支架业务)作为可比公司进行估值比较,根据2021年5月14日收盘价,公司2020-2022年对应市盈率分别为53.7、37.5、26.1倍,2020年低于行业平均水平;首次覆盖给予**增持**评级。

图表 50. 中信博可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率 (倍)	评级
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
清源股份	603628.SH	8.00	7.41	21.90	0.25	/	/	32.00	/	/	2.26	未有评级
振江股份	603507.SH	21.59	13.45	27.38	1.34	/	/	16.11	/	/	1.85	未有评级
爱康科技	002610.SZ	2.54	97.89	113.86	0.0049	/	/	518.37	/	/	2.73	未有评级
天合光能	688599.SH	16.36	49.23	338.33	0.59	0.89	1.37	27.52	18.44	11.95	2.21	增持
行业平均值								148.50	18.44	11.95	2.26	
中信博	688408.SH	112.90	35.73	153.22	2.10	3.01	4.33	53.67	37.49	26.05	6.41	增持

资料来源:万得,中银证券

注1:股价与市值截止日2021年5月14日,未有评级公司盈利预测取自万得一致预期

注2:市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

风险提示

原材料价格涨幅超预期:光伏支架产品成本中金属原材料占比较大,如原材料价格超预期上涨,或导致光伏支架产品毛利率超预期下降。

跟踪支架渗透率不达预期:相对于固定支架,跟踪支架附加值更高,如果跟踪支架渗透率不达预期,将对公司的盈利增长造成负面影响。

价格竞争超预期:光伏跟踪支架环节格局相对较分散,参与者较多,如后续供给侧超预期扩张或下游需求不达预期,跟踪支架价格则有超预期下降的可能,或对企业盈利能力造成不利影响。

光伏政策不达预期:目前光伏行业整体景气度与行业政策的导向密切相关,如政策方面出现不利变动,可能影响光伏行业整体需求,从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

国际贸易摩擦风险:光伏支架海外需求占全球需求的比例较大,如后续国际贸易争端扩大,或影响光伏支架出口预期,进而可能影响我国光伏支架企业销量与盈利能力。

新冠疫情影响超预期:新冠疫情仍处于全球蔓延阶段,若新冠疫情影响超预期,可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,282	3,129	4,448	5,702	7,321
销售成本	(1,739)	(2,487)	(3,541)	(4,465)	(5,742)
经营费用	(278)	(294)	(394)	(495)	(623)
息税折旧前利润	265	348	513	743	957
折旧及摊销	(17)	(28)	(39)	(56)	(77)
经营利润 (息税前利润)	248	320	475	687	880
净利息收入/(费用)	0	(11)	1	3	14
其他收益/(损失)	9	35	19	20	21
税前利润	190	336	481	692	891
所得税	(28)	(51)	(72)	(104)	(134)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	162	285	409	588	758
核心净利润	163	286	409	588	758
每股收益 (人民币)	1.196	2.104	3.012	4.334	5.582
核心每股收益 (人民币)	1.198	2.105	3.013	4.335	5.583
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.602	0.867	1.116
收入增长(%)	10	37	42	28	28
息税前利润增长(%)	107	29	48	45	28
息税折旧前利润增长(%)	97	31	48	45	29
每股收益增长(%)	25	76	43	44	29
核心每股收益增长(%)	25	76	43	44	29

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	190	336	481	692	891
折旧与摊销	17	28	39	56	77
净利息费用	5	19	13	15	9
运营资本变动	30	165	(225)	910	75
税金	(28)	(51)	(72)	(104)	(134)
其他经营现金流	39	(89)	(124)	(77)	(193)
经营活动产生的现金流	253	408	112	1,492	727
购买固定资产净值	100	37	170	220	270
投资减少/增加	10	8	10	10	10
其他投资现金流	(130)	(848)	(340)	(440)	(540)
投资活动产生的现金流	(20)	(802)	(160)	(210)	(260)
净增权益	0	0	(82)	(118)	(152)
净增债务	3	(22)	795	(522)	504
支付股息	0	0	82	118	152
其他融资现金流	(40)	1,300	(94)	(133)	(161)
融资活动产生的现金流	(37)	1,278	701	(655)	343
现金变动	196	883	653	627	810
期初现金	374	556	1,571	2,224	2,851
公司自由现金流	233	(395)	(48)	1,282	467
权益自由现金流	240	(398)	760	775	980

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	556	1,571	2,224	2,851	3,661
应收帐款	830	273	1,294	715	1,865
库存	197	290	404	471	654
其他流动资产	12	24	26	37	45
流动资产总计	2,063	4,204	6,002	6,125	8,283
固定资产	290	310	427	577	756
无形资产	82	100	116	131	146
其他长期资产	31	46	46	46	46
长期资产总计	404	456	589	754	948
总资产	2,472	4,664	6,593	6,880	9,231
应付帐款	1,213	1,786	2,483	2,900	4,022
短期债务	88	66	861	339	842
其他流动负债	236	271	381	303	422
流动负债总计	1,536	2,122	3,724	3,541	5,286
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	46	59	59	59	59
股本	136	136	136	136	136
储备	788	2,347	2,674	3,144	3,750
股东权益	924	2,482	2,809	3,280	3,886
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,472	4,664	6,593	6,880	9,231
每股帐面价值 (人民币)	6.81	18.29	20.70	24.17	28.63
每股有形资产 (人民币)	6.20	17.56	19.85	23.20	27.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.45)	(11.09)	(10.04)	(18.51)	(20.77)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.6	11.1	11.5	13.0	13.1
息税前利润率(%)	10.8	10.2	10.7	12.0	12.0
税前利润率(%)	8.3	10.8	10.8	12.1	12.2
净利率(%)	7.1	9.1	9.2	10.3	10.3
流动性					
流动比率(倍)	1.3	2.0	1.6	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	42.7	57.6	20.5	22.9	29.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.8	1.5	1.6	1.4
估值					
市盈率(倍)	94.4	53.7	37.5	26.0	20.2
核心业务市盈率(倍)	94.4	53.7	37.5	26.0	20.2
市净率(倍)	17.3	6.5	5.7	4.9	4.1
价格/现金流(倍)	60.7	37.5	137.7	10.3	21.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.7	41.7	28.6	18.2	13.8
周转率					
存货周转天数	45.2	35.7	35.7	35.7	35.7
应收帐款周转天数	156.8	64.3	64.3	64.3	64.3
应付帐款周转天数	194.9	174.9	175.1	172.3	172.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	19.3	16.8	15.4	19.3	21.1
资产收益率(%)	8.9	7.6	7.2	8.7	9.3
已运用资本收益率(%)	4.4	4.0	3.3	4.0	4.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测