

2021 年三季报点评：盈利底部已现，静待跟踪支架量利双升

2021 年 11 月 05 日

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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,129 | 3,090 | 4,389 | 5,470 |
| 同比 (%) | 37.1% | -1.2% | 42.0% | 24.6% |
| 归母净利润 (百万元) | 285 | 156 | 449 | 600 |
| 同比 (%) | 76.0% | -45.5% | 188.6% | 33.6% |
| 每股收益 (元/股) | 2.10 | 1.15 | 3.31 | 4.42 |
| P/E (倍) | 101.89 | 187.00 | 64.81 | 48.51 |

投资要点

- **2021Q1-3 公司实现归母净利润 0.52 亿元，同降 69.77%。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 17.17 亿元，同降 6.84%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同降 69.77%。2021 Q1-3 毛利率 13.22%，同降 9.71pct，2021Q3 毛利率 9.65%，同降 13.10pct，环降 4.76pct；2021Q1-3 归母净利率为 3.03%，同降 6.36pct，2021Q3 归母净利率 2.51%，同降 8.47pct，环降 0.35pct。
- **成本上升、电站开工下降致短期受挫，看好明后年及长期业绩。**受疫情、组件价格影响，2021 年光伏行业集中电站项目开工率同比走低，2021 年 1-9 月公司收入同降 6.84%，钢材等原材料价格上涨，导致公司单位成本增加，公司 2021 年 Q1-3 毛利率同降 9.71pct。因现阶段市场竞争白热化，公司为了进一步巩固市占率，未将钢材价格上涨完全转嫁给客户，导致短期量利受挫。但随着碳中和行动方案落地，光伏中长期空间打开；跟踪支架渗透率上升+国产化替代+钢材价格回落，看好公司明年量利双升。
- **深耕技术积累，有望厚积薄发。**公司 2021Q1-3 研发投入 9097.95 万元，占营业收入比例为 5.30%，研发费用率同增 1.14pct，主要系公司积极推动多点驱动跟踪技术、智能跟踪、BIPV 产品技术科技创新，研发投入不断加大。截至 2021Q3 末公司总人数为 1127 人，研发人员 194 人，公司有效专利 256 项，其中发明专利 27 项。
- **2021Q1-3 期间费用率同比上升 1.8pct 至 12.66%。**公司 2021Q1-3 期间费用同增 9%至 2.17 亿元，期间费用率同增 1.8pct 至 12.66%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用率分别同比下降 0.36pct、同比上升 2.41pct、同比上升 1.14pct、同比下降 0.25pct 至 2.96%、9.52%、5.30%、0.17%。根据公司长期战略部署的规划，公司加大了战略成本及机会成本投入，主要为发展 BIPV、跟踪支架等业务模块。
- **经营活动现金流量净流出大幅下降。**公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 1.66 亿元，同比下降 183.14%，其中 2021Q3 经营活动现金流量净额-2.16 亿元；2021Q3 销售商品取得现金 6.63 亿元。2021Q1-3 经营活动现金流下降主要系 2021Q1-3 预付材料款增加，应对钢材价格波动以及 2021Q1-3 采购付现比例较 2020Q1-3 有所上升。
- **盈利预测与投资评级：**基于集中电站开工下降、钢材成本上升，我们下调盈利预期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 1.56/4.49/6.00 亿元（前值为 4.87/7.00/9.15 亿元），同比-45.5%/+188.6%/+33.6%，对应 EPS 为 1.15 /3.31/4.42 元。我们给予 2022 年目标价 231.7 元，对应 2022 年 70 倍 PE，基于公司行业地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，行业竞争加剧，跟踪支架渗透率不及预期，原材料大幅涨价等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 214.33 |
| 一年最低/最高价 | 111.67/274.21 |
| 市净率(倍) | 11.75 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15364.37 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 18.25 |
| 资产负债率(%) | 44.69 |
| 总股本(百万股) | 135.72 |
| 流通 A 股(百万股) | 71.69 |

相关研究

- 1、《中信博 (688408)：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》2021-04-16
- 2、《中信博 (688408)：光伏支架执牛耳者，跟踪系统向阳而生》2020-12-31

2021Q1-3 公司实现归母净利润 0.52 亿元，同降 69.77%。公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 17.17 亿元，同比下降 6.84%；实现利润总额 0.52 亿元，同比下降 74.69%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同比下降 69.77%。其中 2021Q3，实现营业收入 6.72 亿元，同比增长 18.88%，环比下降 6.94%；实现归属母公司净利润 0.17 亿元，同比下降 71.08%，环比下降 18.27%。2021Q1-3 毛利率为 13.22%，同比下降 9.71pct，2021Q3 毛利率 9.65%，同比下降 13.10pct，环比下降 4.76pct；2021Q1-3 归母净利率为 3.03%，同比下降 6.36pct，2021Q3 归母净利率 2.51%，同比下降 8.47pct，环比下降 0.35pct。

表 1: 2021Q1-3 收入 17.17 亿元，同比下降 6.84%；归母净利润 0.52 亿元，同比下降 69.77%

| 中信博 | 2021Q1-3 | 2020Q1-3 | 同比 | 2021Q3 | 2020Q3 | 同比 | 2021Q2 | 环比 |
|---------------|----------|----------|---------|--------|--------|----------|--------|---------|
| 营业收入 (亿元) | 17.17 | 18.43 | -6.8% | 6.72 | 5.66 | 18.9% | 7.22 | -6.9% |
| 毛利率 (%) | 13.2% | 22.9% | -9.7pct | 9.6% | 22.7% | -13.1pct | 14.4% | -4.8pct |
| 营业利润 (亿元) | 0.51 | 2.06 | -75.1% | 0.05 | 0.73 | -92.8% | 0.26 | -79.6% |
| 利润总额 (亿元) | 0.52 | 2.06 | -74.7% | 0.06 | 0.74 | -92.2% | 0.26 | -77.6% |
| 归属母公司净利润 (亿元) | 0.52 | 1.73 | -69.8% | 0.17 | 0.62 | -71.1% | 0.21 | -18.3% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 0.12 | 1.57 | -92.6% | -0.05 | 0.46 | -110.1% | 0.04 | -216.2% |
| 归母净利率 (%) | 3.0% | 9.4% | -6.4pct | 2.5% | 11.0% | -8.5pct | 2.9% | -0.3pct |
| 股本 (亿股) | 1.36 | 1.36 | - | 1.36 | 1.36 | - | 1.36 | - |
| EPS (元/股) | 0.38 | 1.28 | -70.1% | 0.12 | 0.46 | -72.8% | 0.15 | -18.3% |

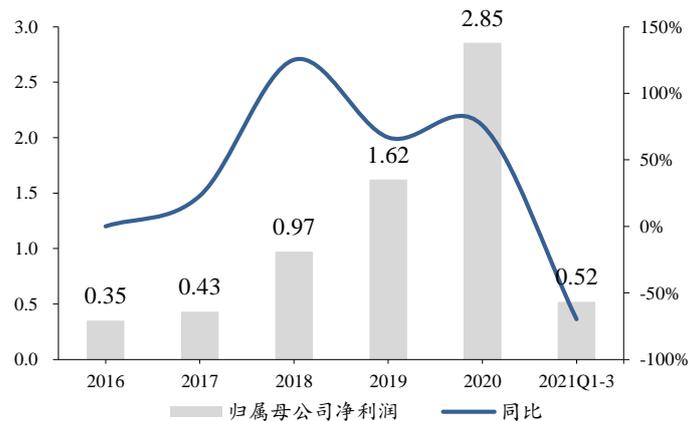
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 17.17 亿元，同比-6.84% (亿元，%)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 0.52 亿元，同比-69.77% (亿元，%)



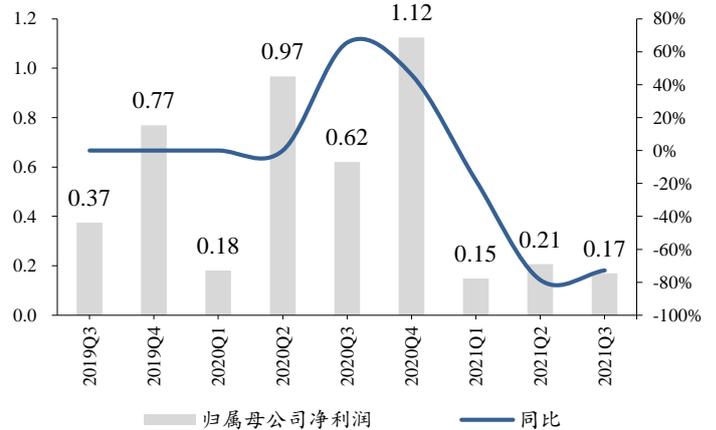
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 6.72 亿元, 同比+18.88% (亿元, %)



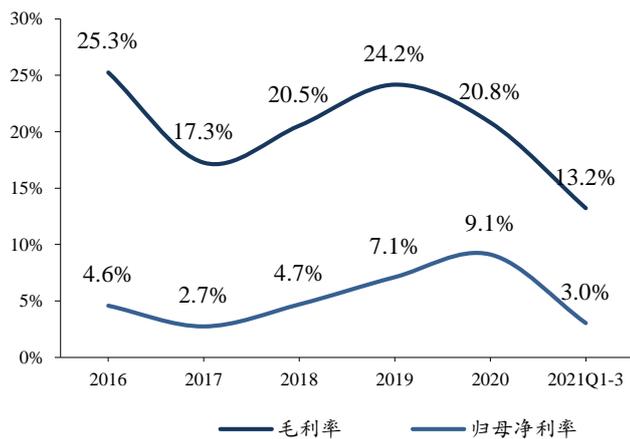
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 0.17 亿元, 同比-71.08% (亿元, %)



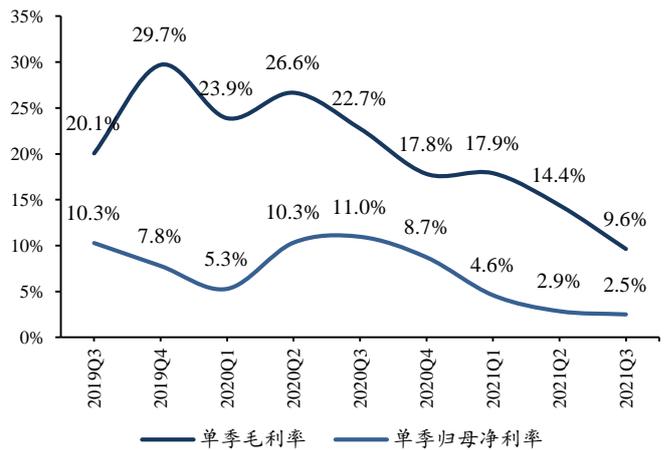
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、归母净利率同比-9.71、-6.36pct (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

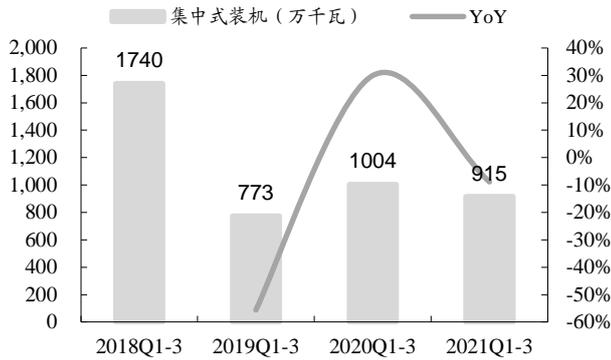
图 6: 2021Q3 毛利率、归母净利率同比-13.1、-8.47pct (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

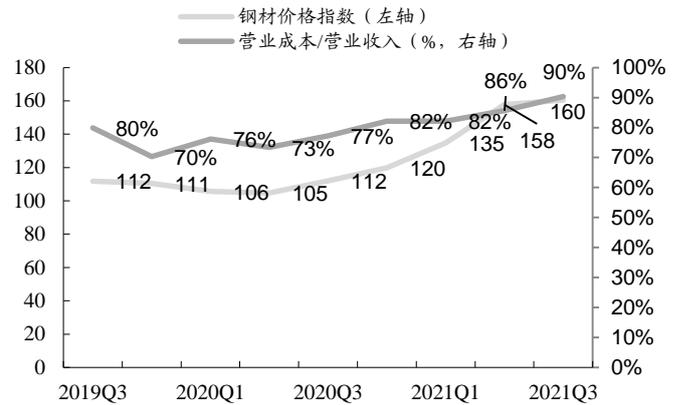
成本上升、电站开工下降致短期受挫, 看好明后年及长期业绩。受疫情、组件价格影响, 2021 年光伏行业集中电站项目开工率同比走低, 2021 年 1-9 月公司收入同比下降 6.84%, 钢材等原材料价格上涨, 导致公司单位成本增加, 公司 2021 年 1-9 月毛利率同比下降 9.71pct; 又因现阶段市场竞争白热化, 公司为了进一步巩固市占率, 未将钢材价格上涨完全转嫁给客户, 导致短期量利受挫。但随着碳中和行动方案落地, 光伏中长期空间打开; 跟踪支架渗透率上升+国产化替代+钢材价格回落, 看好公司明年量利双升。

图 7: 2021 年 Q1-3 集中式装机 9.15GW, 同比-8.9% (GW, %)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

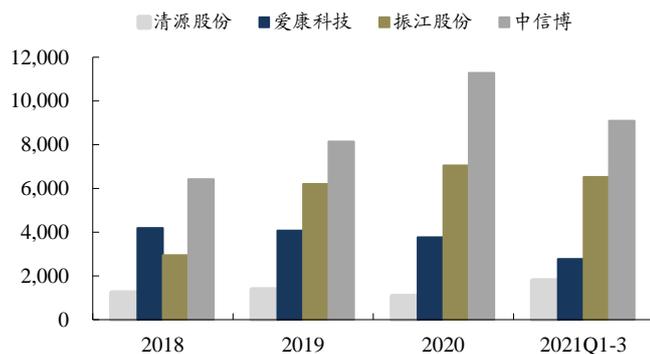
图 8: 钢材价格上涨导致成本上升



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

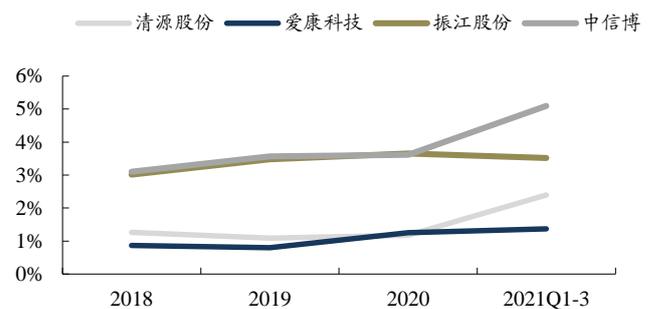
深耕技术积累, 有望厚积薄发。相比固定支架, 跟踪支架对技术要求更高。公司 2021Q1-3 研发投入金额为 9097.95 万元, 占营业收入比例为 5.30%, 研发费用率同比增长 1.14pct, 主要系公司积极推动多点驱动跟踪技术、智能跟踪、BIPV 产品技术科技创新, 研发投入不断加大。截至 2021Q3 末公司总人数为 1127 人, 研发人员 194 人, 公司有效专利 256 项, 其中发明专利 27 项。公司持续投入技术、人员积累, 有望厚积薄发。

图 9: 公司研发费用高于同业可比公司 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 公司研发费用率高于同业可比公司 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021Q1-3 期间费用率同比上升 1.8pct 至 12.66%。公司 2021Q1-3 期间费用同比增长 9% 至 2.17 亿元, 期间费用率同比上升 1.8pct 至 12.66%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 16.97%、上升 25.09%、上升 18.65%、下降 62.26% 至 0.51 亿元、1.63 亿元、0.91 亿元、0.03 亿元; 销售、管理 (含研发)、研发、财务费

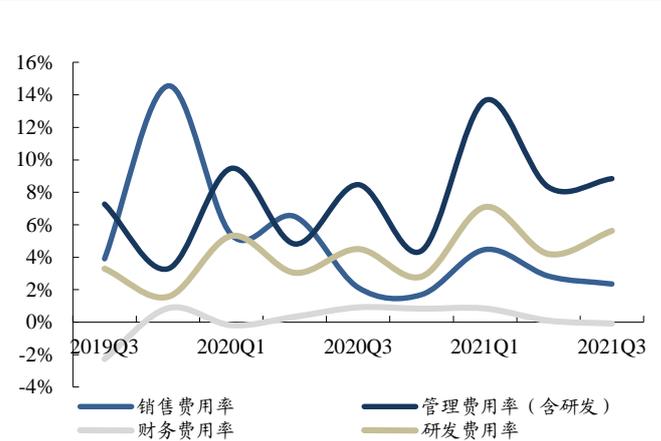
用率分别为同比下降 0.36pct、同比上升 2.41pct、同比上升 1.14pct、同比下降 0.25pct 至 2.96%、9.52%、5.30%、0.17%。2021Q1-3 期间费用同比上升主要系根据公司长期战略部署的规划，公司加大了战略成本及机会成本投入，主要为发展 BIPV、跟踪支架等业务模块，搭建梯队，储备管理人员，导致管理费用（不含研发）较 2020Q1-3 同比增长 33.23%，研发费用方面较 2020Q1-3 同比增长 18.65%。

图 11: 2021Q1-3 期间费用 2.17 亿元，同比+9%
(亿元, %)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

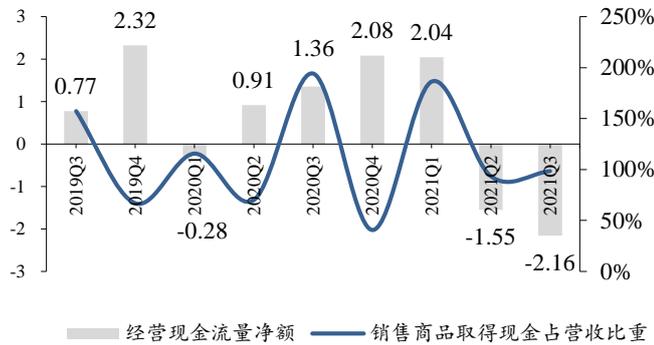
图 12: 2021Q3 期间费用率 11.12%，同比-0.41pct
(%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

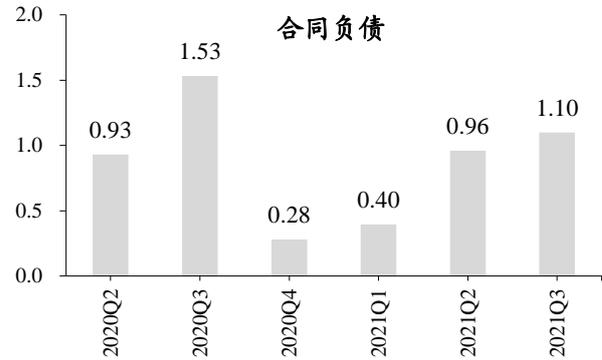
经营活动现金流量净流出大幅下降。公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 1.66 亿元，同比下降 183.14%，其中 2021Q3 经营活动现金流量净额-2.16 亿元；2021Q3 销售商品取得现金 6.63 亿元。公司 2021Q3 期末合同负债 1.1 亿元，较 2021Q2 期末增长 14.45%。2021Q3 期末应收账款 2.42 亿元，较 2021Q2 期末增长 0.28 亿元，2021Q3 期末应收账款周转天数为 38.07 天。2021Q3 期末存货 4.82 亿元，较 2020Q3 期末同比上升 1.4 亿元；2021Q3 存货周转天数较 2021Q2 上升 0.47 天至 69.92 天。2021Q1-3 经营活动现金流下降主要系 2021Q1-3 预付材料款增加，应对钢材价格波动以及 2021Q1-3 采购付现比例较 2020Q1-3 有所上升。

图 13: 2021Q3 现金净流出-2.16 亿元, 同比-259.12% (亿元, %)



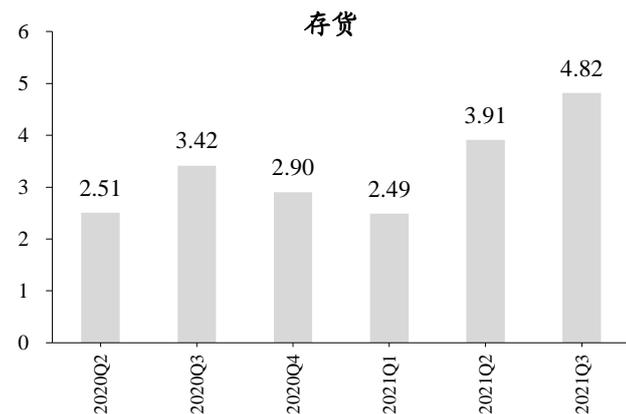
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q3 期末合同负债 1.1 亿元, 同比-28.31% (亿元)



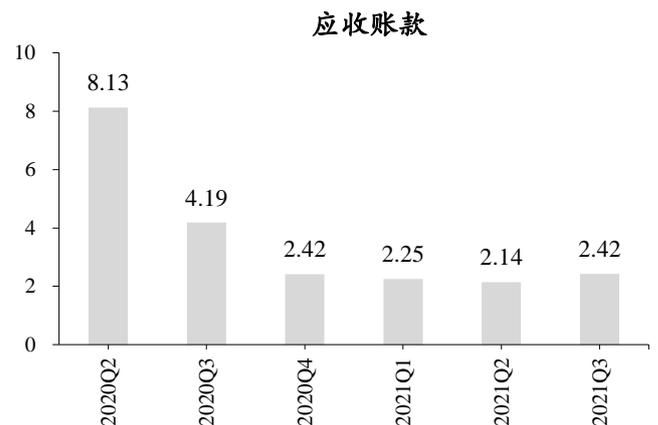
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: 2021Q3 期末存货 4.82 亿元, 同比+1.4 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 2021Q3 期末应收账款 2.42 亿元, 较 2021Q2 增长 0.28 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于集中电站开工下降、钢材成本上升, 我们下调盈利预期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 1.56/4.49/6.00 亿元 (前值为 4.87/7.00/9.15 亿元), 同比-45.5%/+188.6%/+33.6%, 对应 EPS 为 1.15 /3.31/4.42 元。我们给予 2022 年目标价 231.7 元, 对应 2022 年 70 倍 PE, 基于公司行业地位, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 行业竞争加剧, 跟踪支架渗透率不及预期, 原材料大幅涨价等。

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 | 4,302 | 5,729 | 6,168 | 营业收入 | 3,129 | 3,090 | 4,389 | 5,470 |
| 现金 | 1,571 | 970 | 2,377 | 2,200 | 减:营业成本 | 2,477 | 2,634 | 3,488 | 4,336 |
| 应收账款 | 242 | 800 | 680 | 1,164 | 营业税金及附加 | 10 | 10 | 15 | 18 |
| 存货 | 290 | 463 | 534 | 705 | 营业费用 | 83 | 80 | 110 | 131 |
| 其他流动资产 | 2,101 | 2,069 | 2,137 | 2,099 | 管理费用 | 75 | 185 | 255 | 306 |
| 非流动资产 | 460 | 447 | 635 | 766 | 财务费用 | 19 | -5 | -14 | -40 |
| 固定资产 | 288 | 267 | 423 | 530 | 加:投资净收益 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 在建工程 | 23 | 14 | 31 | 39 | 营业利润 | 335 | 181 | 526 | 704 |
| 无形资产 | 100 | 116 | 133 | 149 | 加:营业外净收支 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 50 | 50 | 49 | 48 | 利润总额 | 336 | 183 | 528 | 706 |
| 资产总计 | 4,664 | 4,748 | 6,363 | 6,934 | 减:所得税费用 | 51 | 27 | 79 | 106 |
| 流动负债 | 2,122 | 2,051 | 3,227 | 3,211 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 66 | 5 | 15 | 18 | 归属母公司净利润 | 285 | 156 | 449 | 600 |
| 应付账款 | 668 | 978 | 1,202 | 1,508 | EBIT | 334 | 147 | 479 | 638 |
| 其他流动负债 | 1,389 | 1,068 | 2,010 | 1,685 | EBITDA | 362 | 172 | 511 | 683 |
| 非流动负债 | 59 | 59 | 59 | 59 | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 其他非流动负债 | 59 | 59 | 59 | 59 | 每股收益(元) | 2.10 | 1.15 | 3.31 | 4.42 |
| 负债合计 | 2,181 | 2,110 | 3,286 | 3,270 | 每股净资产(元) | 18.29 | 19.44 | 22.67 | 27.00 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 发行在外股份(百万股) | 136 | 136 | 136 | 136 |
| 归属母公司股东权益 | 2,482 | 2,638 | 3,077 | 3,664 | ROIC(%) | 10.9% | 4.6% | 12.9% | 14.5% |
| 负债和股东权益 | 4,664 | 4,748 | 6,363 | 6,934 | ROE(%) | 11.5% | 5.9% | 14.6% | 16.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 20.8% | 14.8% | 20.5% | 20.7% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 销售净利率(%) | 9.1% | 5.0% | 10.2% | 11.0% |
| 经营活动现金流 | 408 | -545 | 1,602 | -45 | 资产负债率(%) | 46.8% | 44.4% | 51.6% | 47.2% |
| 投资活动现金流 | -802 | -2 | -210 | -166 | 收入增长率(%) | 37.1% | -1.2% | 42.0% | 24.6% |
| 筹资活动现金流 | 1,278 | -55 | 14 | 31 | 净利润增长率(%) | 76.0% | -45.5% | 188.6% | 33.6% |
| 现金净增加额 | 871 | -602 | 1,406 | -180 | P/E | 101.89 | 187.00 | 64.81 | 48.51 |
| 折旧和摊销 | 28 | 25 | 32 | 45 | P/B | 11.72 | 11.03 | 9.45 | 7.94 |
| 资本开支 | 85 | -12 | 190 | 134 | EV/EBITDA | 73.75 | 158.40 | 50.61 | 38.14 |
| 营运资本变动 | 219 | -709 | 1,147 | -637 | | | | | |

数据来源: Wind, 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>