

中信博 (688408)

2022年三季度报点评:地面电站需求即将提升,看好公司中长期表现

增持 (下调)

2022年11月03日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,415	3,262	4,059	5,079
同比	-23%	35%	24%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	15	35	318	497
同比	-95%	136%	797%	56%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.11	0.26	2.34	3.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	1,112.19	471.43	52.58	33.63

#业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 22.59 亿元, 同增 31.58%; 实现归属母公司净利润-0.13 亿元, 同降 123.99%。其中 2022Q3, 实现营业收入 8.22 亿元, 同增 22.29%, 环降 4.50%; 实现归属母公司净利润-0.11 亿元, 同降 167.36%, 环降 246.79%。Q1-3 毛利率为 11.97%, 同降 1.23pct, Q3 毛利率 12.62%, 同增 2.97pct, 环降 1.30pct; Q1-3 归母净利率为 0.56%, 同降 3.60pct, Q3 归母净利率 1.38%, 同降 3.89pct, 环降 2.28pct。业绩不及市场预期。
- **2022 年产业链成本高企, 盈利短期承压。** 公司 2022Q1-3 固定支架出货 3.9GW, 跟踪支架 2.3GW, 其中 2022Q3 固定支架出货约 2GW, 跟踪支架 550MW, 整体出货量稳步提升。2022Q3 硅料均价来到历史高位, 地面电站装机低迷, 公司出货结构向价格及盈利较低的固定支架倾斜, Q3 跟踪支架出货占比约 22%, 环降 21pct, 测算支架 Q3 均价 0.32 元/W, 净利约-0.005 元/W, 叠加 Q2 末钢价上涨约 10%, 盈利能力短期承压。
- **硅料释放带动地面电站起量, 看好 23 年量利双升。** 在全球能源转型趋势下, 地面电站需求旺盛, 但受硅料价格不断上涨影响, 地面需求承压, 多数项目滞后, 进而压制跟踪支架需求释放。9-10 月随 30 万吨+的硅料新产能陆续满产, 硅料价格有望在 11-12 月出现松动带动 2023 年地面电站需求回暖, 进而推动毛利更高的跟踪支架需求释放。截至 2022Q3, 公司在手待执行订单约 27.4 亿元, 较年初增长 77.6%, 其中跟踪支架约 7 亿, 固定支架约 14 亿, BIPV 约 6 亿, 整体增幅较大, 为公司未来上量提供坚实基础, 看好公司 2023 年量利双升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司短期盈利承压, 且 2023 年硅料价格松动有望带动地面电站需求回暖, 我们预计 2022-2024 年净利润 0.35/3.2/5.0 亿元 (2022-2023 年原值为 4.49/6.00 亿元, 新增 2024 年预测), 同比 136%/+797%/+56%, 基于短期业绩承压, 调整为“增持”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	123.19
一年最低/最高价	45.90/258.88
市净率(倍)	6.84
流通 A 股市值(百万元)	8,998.14
总市值(百万元)	16,718.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.02
资产负债率(% ,LF)	50.00
总股本(百万股)	135.72
流通 A 股(百万股)	73.04

相关研究

《中信博(688408): 2021 年三季度报点评: 盈利底部已现, 静待跟踪支架量利双升》

2021-11-05

《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

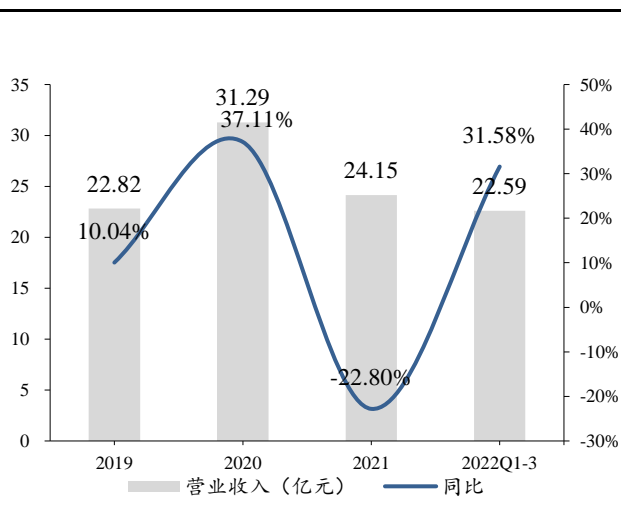
事件: 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 22.59 亿元, 同增 31.58%; 实现归属母公司净利润-0.13 亿元, 同降 123.99%。其中 2022Q3, 实现营业收入 8.22 亿元, 同增 22.29%, 环降 4.50%; 实现归属母公司净利润-0.11 亿元, 同降 167.36%, 环降 246.79%。Q1-3 毛利率为 11.97%, 同降 1.23pct, Q3 毛利率 12.62%, 同增 2.97pct, 环降 1.30pct; Q1-3 归母净利率为-0.6%, 同降 3.6pct, Q3 归母净利率-1.4%, 同降 3.9pct, 环降 2.28pct。

表1: 2022Q1-3 收入 22.59 亿元, 同比增长 31.58%; 盈利-0.13 亿元, 同比下降 123.99% (单位: 亿元)

中信博	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	22.59	17.17	31.6%	8.22	6.72	22.3%	8.61	-4.5%
毛利率	12.0%	13.2%	-1.2pct	12.6%	9.6%	3.0pct	13.9%	-1.3pct
营业利润	-0.24	0.51	-146.4%	-0.19	0.05	-469.8%	0.07	-366.5%
利润总额	-0.23	0.52	-143.9%	-0.19	0.06	-428.9%	0.07	-353.2%
归属母公司净利润	-0.13	0.52	-124.0%	-0.11	0.17	-167.4%	0.08	-246.8%
扣非归母净利润	-0.23	0.12	-295.9%	-0.14	-0.05	208.3%	0.03	-544.8%
归母净利率	-0.6%	3.0%	-3.6pct	-1.4%	2.5%	-3.9pct	0.9%	-2.3pct
股本	1.36	1.36	-	1.36	1.36	-	1.36	-
EPS (元/股)	-0.09	0.39	-124.0%	-0.08	0.12	-167.4%	0.06	-246.8%

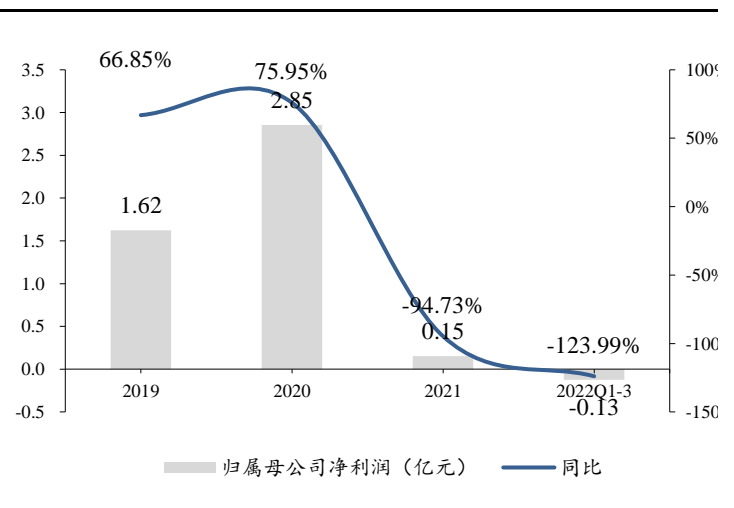
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 22.59 亿元, 同比+31.58%



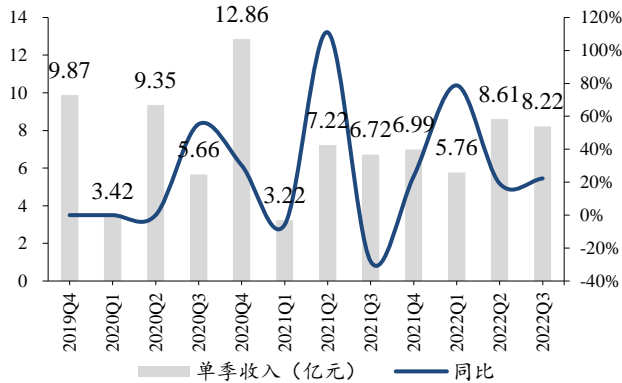
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1-3 归母净利润-0.13 亿元, 同比-123.99%



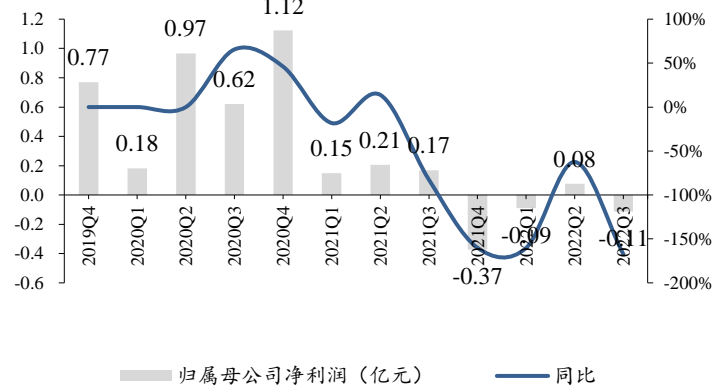
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 8.22 亿元, 同比+22.29%



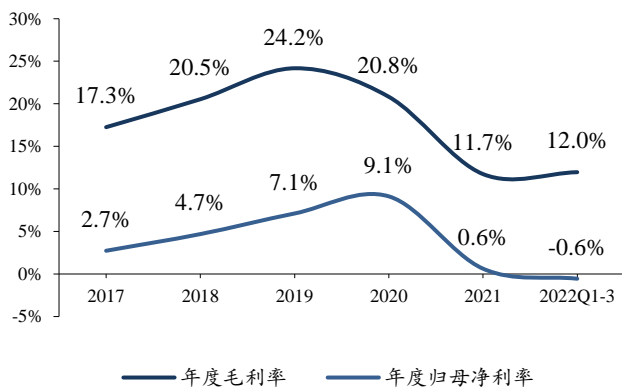
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润-0.11 亿元, 同比-167.36%



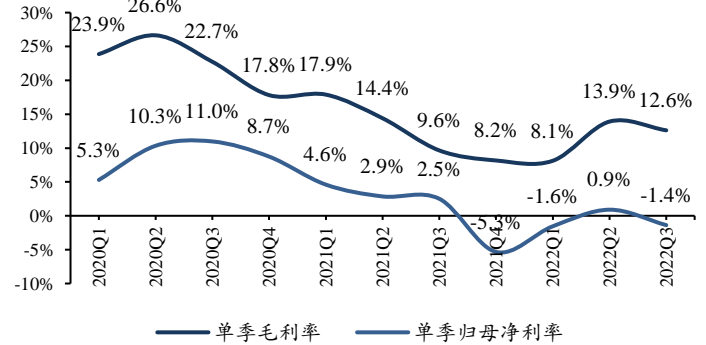
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-1.23、-3.6pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比+2.97、-3.89pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

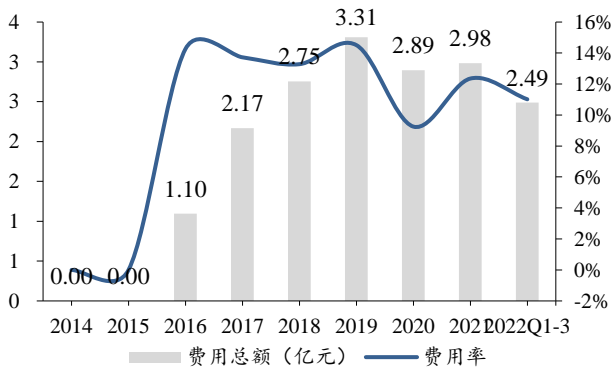
2022 年产业链成本高企, 盈利短期承压。公司 2022Q1-3 固定支架出货 3.9GW, 跟踪支架 2.3GW, 其中 2022Q3 固定支架出货约 2GW, 跟踪支架 550MW, 整体出货量稳步提升。2022Q3 硅料均价来到历史高位, 地面电站装机低迷, 公司出货结构向价格及盈利较低的固定支架倾斜, Q3 跟踪支架出货占比约 22%, 环降 21pct, 测算支架 Q3 均价 0.32 元/W, 净利约-0.005 元/W, 叠加 Q2 末钢价上涨约 10%, 盈利能力短期承压。

硅料释放带动地面电站起量, 看好 23 年量利双升。在全球能源转型趋势下, 地面电站需求旺盛, 但受硅料价格不断上涨影响, 地面需求承压, 多数项目滞后, 进而压制跟踪支架需求释放。9-10 月随 30 万吨+的硅料新产能陆续满产, 硅料价格有望在 11-12 月出现松动带动 2023 年地面电站需求回暖, 进而推动毛利更高的跟踪支架需求释放。

截至 2022Q3，公司在手待执行订单约 27.4 亿元，较年初增长 77.6%，其中跟踪支架约 7 亿，固定支架约 14 亿，BIPV 约 6 亿，整体增幅较大，为公司未来上量提供坚实基础，看好公司 2023 年量利双升。

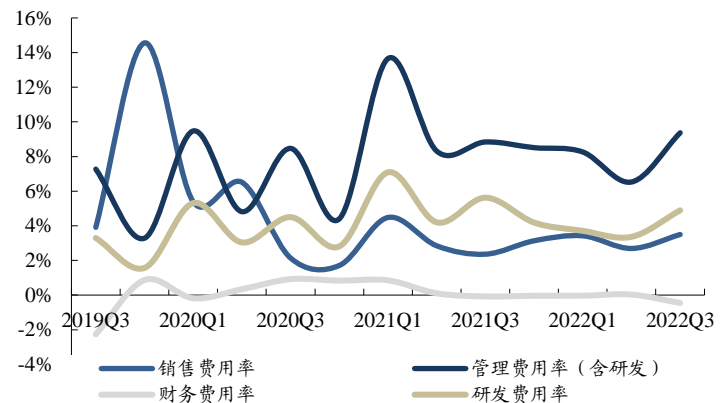
期间费用率略降，优化机构控制费用取得成效。公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 37.33%至 2.49 亿元，期间费用率下降 1.64 个百分点至 11.01%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 40.83%、上升 10.61%、下降 0.46%、下降 224.56%至 0.72 亿元、1.81 亿元、0.91 亿元、-0.04 亿元；费用率分别上升 0.21、下降 1.52、下降 1.29、下降 0.33 个百分点至 3.17%、8.00%、4.01%、-0.16%。Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比 +81.13%/+70.42%/+6.39%/-611.82%，费用率分别为 3.50%/9.37%/4.89%/-0.46%。报告期内公司加大营销投入扩大市场，销售费用较上年同期增长幅度较大；公司优化机构控制费用取得一定成效，前三季度管理费用增长 24.52%，低于营业收入 31.58%的增长幅度；研发费用与去年持平。

图7：2022Q1-3 期间费用 2.49 亿元，同比+37.33%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

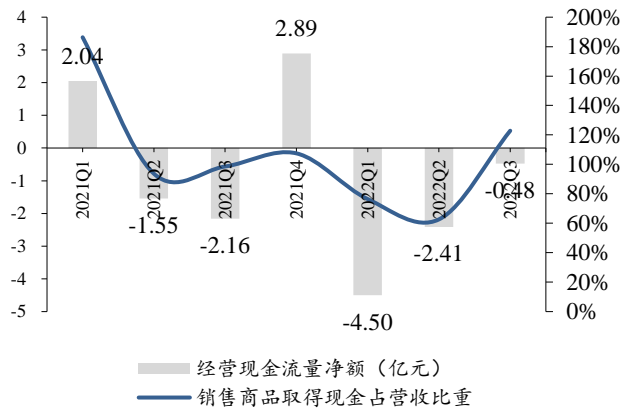
图8：2022Q3 期间费用率 9.69%，同比-2.41pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

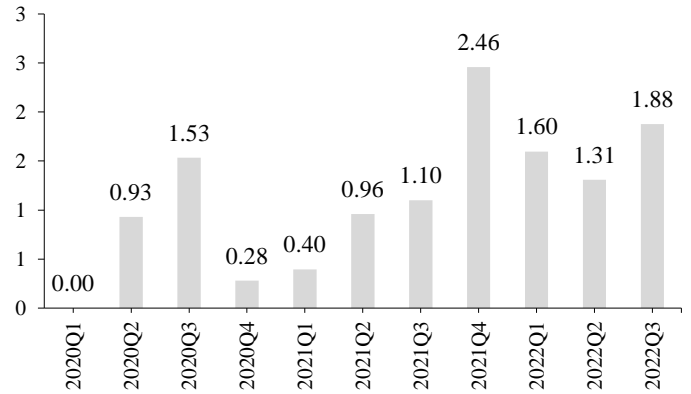
经营活动现金流量净流出大幅下降，应收账款、存货周转天数大幅上升。公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流出 7.39 亿元，同比下降 345.57%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额-0.48 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 19.89 亿元，同比增长 2.56%。期末合同负债 1.88 亿元，同比+70.92%。期末应收账款 4.47 亿元，较期初增长 1.91 亿元，应收账款周转天数上升 4.9 天至 41.95 天。期末存货 7.92 亿元，较期初上升 0.7 亿元；存货周转天数上升 17.33 天至 102.72 天。经营活动现金流量净流出主要系为后续业务增长，维持产能优势，降低钢材平均成本进行备货所致。

图9: 2022Q3 现金净流出-0.48 亿元, 同比+77.96%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末合同负债 1.88 亿元, 同比+70.92%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司短期盈利承压, 且 2023 年硅料价格松动有望带动地面电站需求回暖, 我们预计 2022-2024 年净利润 0.35/3.2/5.0 亿元 (2022-2023 年原值为 4.49/6.00 亿元, 新增 2024 年预测), 同比 136%/+797%/+56%, 基于短期业绩承压, 调整为“增持”评级。

风险提示: 政策不及预期, 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,129	3,850	4,514	4,837	营业总收入	2,415	3,262	4,059	5,079
货币资金及交易性金融资产	2,034	1,556	1,947	1,327	营业成本(含金融类)	2,132	2,995	3,591	4,513
经营性应收款项	693	886	846	1,321	税金及附加	10	12	15	19
存货	721	471	542	713	销售费用	73	85	101	122
合同资产	641	866	1,077	1,348	管理费用	103	78	93	112
其他流动资产	40	72	102	129	研发费用	120	117	142	173
非流动资产	1,034	1,341	1,593	1,554	财务费用	3	-8	-6	-12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	9	13	17
固定资产及使用权资产	453	668	880	980	投资净收益	55	32	43	66
在建工程	326	395	415	258	公允价值变动	-9	0	0	0
无形资产	150	165	183	200	减值损失	-32	-4	-2	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	11	17	19	21	营业利润	1	19	175	236
其他非流动资产	95	95	95	95	营业外净收支	4	4	4	4
资产总计	5,163	5,191	6,106	6,392	利润总额	5	23	180	240
流动负债	2,635	2,682	3,394	3,351	减:所得税	-10	-13	-144	-268
短期借款及一年内到期的非流动负债	186	706	327	285	净利润	16	36	323	508
经营性应付款项	2,024	1,776	2,941	2,923	减:少数股东损益	1	0	5	11
合同负债	246	120	41	51	归属母公司净利润	15	35	318	497
其他流动负债	179	80	85	92	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	0.26	2.34	3.66
非流动负债	86	89	89	89	EBIT	-45	-26	116	141
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	-5	35	196	234
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.74	8.18	11.51	11.14
租赁负债	11	14	14	14	归母净利率(%)	0.62	1.09	7.83	9.79
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	-22.80	35.05	24.42	25.15
负债合计	2,720	2,771	3,483	3,439	归母净利润增长率(%)	-94.73	135.92	796.59	56.33
归属母公司股东权益	2,440	2,417	2,615	2,933					
少数股东权益	2	3	8	20					
所有者权益合计	2,443	2,420	2,624	2,952					
负债和股东权益	5,163	5,191	6,106	6,392					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	123	-592	1,197	-399	每股净资产(元)	17.98	17.81	19.27	21.61
投资活动现金流	-243	-116	-288	13	最新发行在外股份(百万股)	136	136	136	136
筹资活动现金流	59	447	-519	-234	ROIC(%)	-5.17	-1.38	6.83	9.58
现金净增加额	-65	-261	391	-620	ROE-摊薄(%)	0.62	1.47	12.16	16.95
折旧和摊销	40	61	80	94	资产负债率(%)	52.69	53.38	57.03	53.81
资本开支	-453	-358	-329	-51	P/E(现价&最新股本摊薄)	1,112.19	471.43	52.58	33.63
营运资本变动	99	-542	842	-922	P/B(现价)	6.85	6.92	6.39	5.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

