

中来股份 (300393)

背板龙头地位稳固, TOPCon 产能释放在即, 国资入主资源丰富

◆ 2022 年业绩高增长, 营业利润转正, 各项业务稳步发展

公司公告, 2022 全年营收 95.77 亿元、同比+64.56%, 归母净利润 4.01 亿元, 同比+228.09%, 扭亏为盈(2021 年-3.13 亿元); 其中 Q4 营收 19.53 亿元、同比+15.77%, 归母净利润 0.58 亿元。2023Q1 营收 27.08 亿元、同比+34.78%, 归母净利润 1.03 亿元、同比+15.68%。公司业绩增长主要受益于光伏行业高速发展、需求上升, 公司产能释放以及管理能力的提升。

◆ N 型 TOPCon 电池项目快速推进, 3.0 先进技术降本增效

据 CPIA 数据, 2022 年 TOPCon 电池市场占有率约为 8.3%, 总产量约为 27.12GW; 2023 年市占率将上升至 18.9%左右, 产量达 89.98GW。公司大尺寸 N 型电池项目进展顺利, 泰州年产 1.5GW 单晶双面 TOPCon 太阳能电池项目及山西年产 16GW 高效单晶电池项目一期(8GW)的首批 4GW 均已实现量产, 目前正在持续推进剩余 4GW 及 2 期 8GW 的项目建设。战略布局早, 公司具备高效电池技术方面的先发优势, 目前规模化量产运用的 J-TOPCon2.0 技术, 均采用自主研发的 POAID 技术, 可以解决绕镀问题, 提高良率、工艺降本; 同时公司持续加强技术研发, 目前 TOPCon2.0 16BB 主栅高效电池平均量产效率达到 25.2%、TOPCon 双面组件平均转换效率超过 22.1%, TOPCon3.0 技术电池实验室效率达 26.7%。

◆ 透明背板前景广阔, 背板业务持续发力

据 CPIA 数据, 2022 年组件产量达 288.7GW、双面发电组件市占率 40.4%, 到 2024 年预计双面组件将成为市场主流。据 CPIA 预测, 2023 年全行业组件产量将达 433.1GW, 对应透明背板需求为约 2.8 亿平方米, 且随着组件双面率的上升, 透明背板和玻璃背板的占比也将逐渐提高。据公司实证数据, 双面单玻透明+网格背板组件的透过率相较双面双玻组件提高了 3.5%, 单瓦发电量提高 0.72%~1.78%, 平均运行温度降低 1~2°C, 同时 N 型双面单玻+透明背板组件相较传统双玻组件重量减轻 20%, 具有高抗紫外线、高透光率及内部应力小的优势, 运输安装更加方便, 降低自爆可能, 减少电池隐裂风险。公司透明网格背板产品长期客户包括晶科、天合、比亚迪、神舟、腾晖、韩国现代等。截至 2022 年底, 公司背板年产能达 2.2 亿平方米, 累计出货超 210GW, 背板龙头地位稳固。年内公司完成了年产 5,000 万平方米涂覆型背板项目的建设, 规划的 2.5 亿平方米通用型光伏背板项目已完成立项审批, 目前处于环评阶段。公司新建产能实现全系列涂覆型产品的生产切换, 提升产能的同时进一步助力透明背板量产。

◆ 国资入主提供多方协助, 适时布局上游硅料项目

2 月公司控制权已顺利转让至浙能电力, 国有资本的融入将有助于公司提升抗风险能力及盈利能力, 向公司提供融资渠道、市场拓展及产业合作等方面资源, 有利于公司未来发展。公司持续拓展产业链上下游发展机会, 目前公司已完成年产 20 万吨工业硅及年产 10 万吨高纯多晶硅项目公司新设, 并取得山西省企业项目投资备案证, 项目现处于前期报批手续的第三方评估阶段。此项目投资总额约为 140 亿元, 总投资期限预计 5 年, 太原市政府将组成产业基金参与投资, 项目建成后加强公司上游原材料保供能力。

投资建议与盈利预测: 公司背板领域地位领先, N 型电池与组件产品的技术领先、产能逐步释放, 国资入股将提供多方位产业及资金资源, 预计公司 2023~2025 年归母净利润 9.27 亿/14.65 亿/20.39 亿, 对应当前 PE 估值 16/10/7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 全球经济不景气, 新能源需求下行; 光伏产业内竞争格局恶化; 原材料价格大幅度波动; 新技术替代晶硅产品; 公司产能投放不及预期; 欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,819.54	9,576.79	16,054.33	23,741.69	28,418.99
增长率 (%)	14.45%	64.56%	67.64%	47.88%	19.70%
归母净利润 (百万元)	-313.36	401.39	926.88	1,465.45	2,038.56
增长率 (%)	5,819.54	9,576.79	16,054.33	23,741.69	28,418.99
毛利率 (%)	11.52%	15.63%	17.22%	17.40%	18.39%
每股收益	-0.29	0.37	0.85	1.34	1.87
市盈率 PE	-47.95	37.44	16.21	10.25	7.37
市净率 PB	4.43	.87	3.12	2.39	1.81
净资产收益率 ROE (%)	-9.25%	10.33%	19.26%	23.34%	24.51%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023 年 05 月 08 日

收盘价(元): 13.42

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,089.63
总市值(百万)	14,622.80
流通股本(百万股)	953.89
流通市值(百万)	12,801.23
12 月最高/最低价(元)	21.51/13.02
资产负债率(%)	72.68
每股净资产(元)	3.68
市盈率(TTM)	35.21
市净率(PB)	3.65
净资产收益率(%)	2.56

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

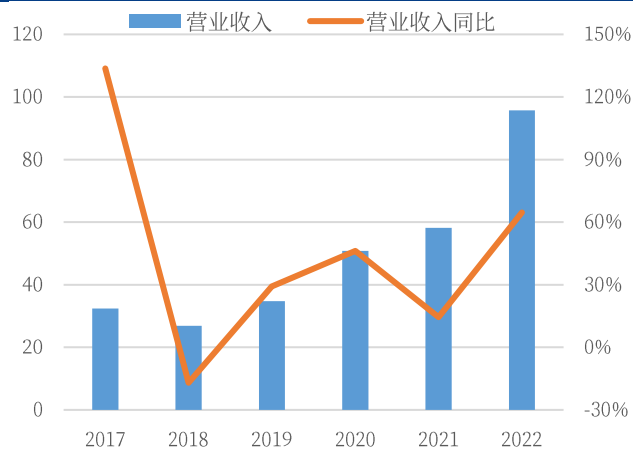
中来股份 (300393) 百尺竿头, 浙能电力入股助力腾飞; 扭亏为盈, TOPCon 新产能蓄势待发 —2023-01-31

股市有风险 入市需谨慎

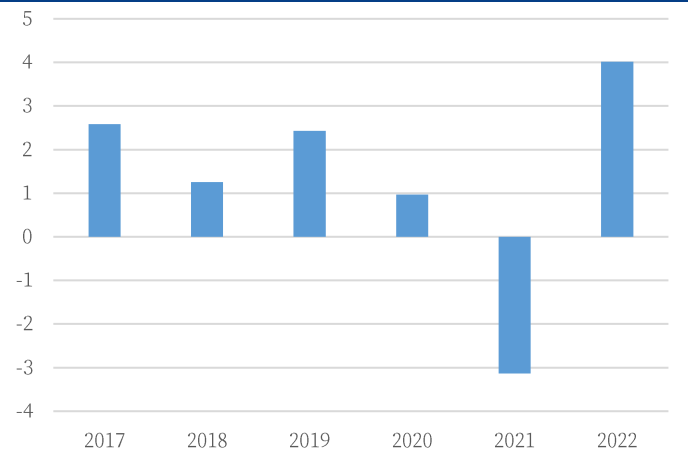
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

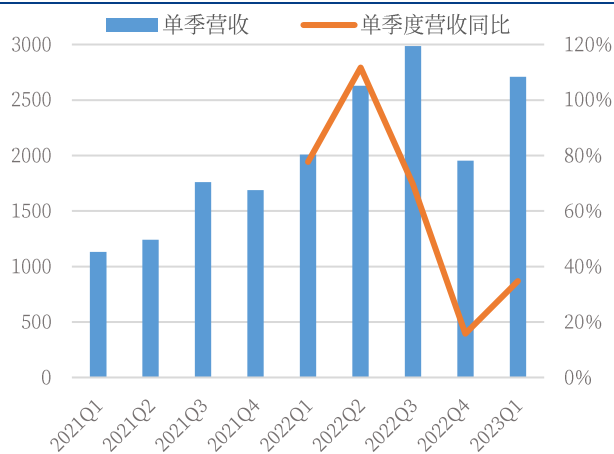
图1 近年营收保持高增长、2022年显著提升(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

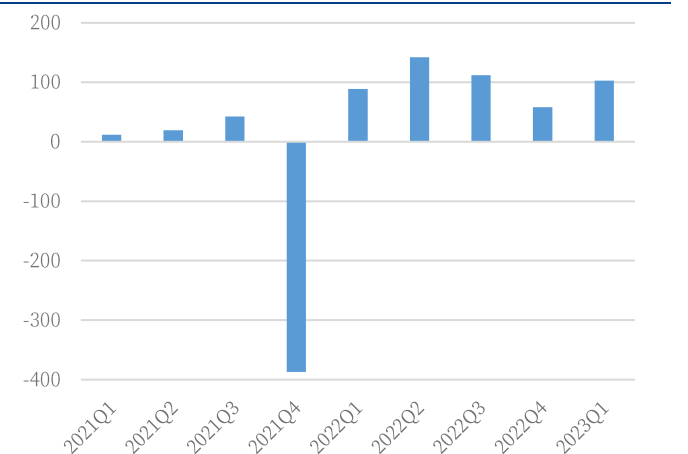
图2 2022 归母净利润扭亏为盈创新高(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

注:2021 年公司亏损原因为旧产线计提资产减值

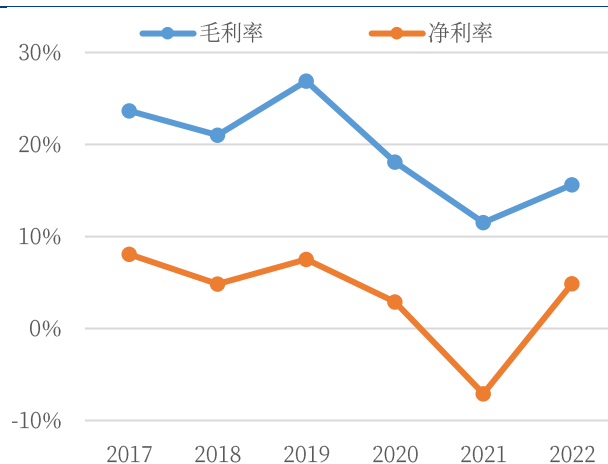
图3 2021 年至今分季度营收稳步提升(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

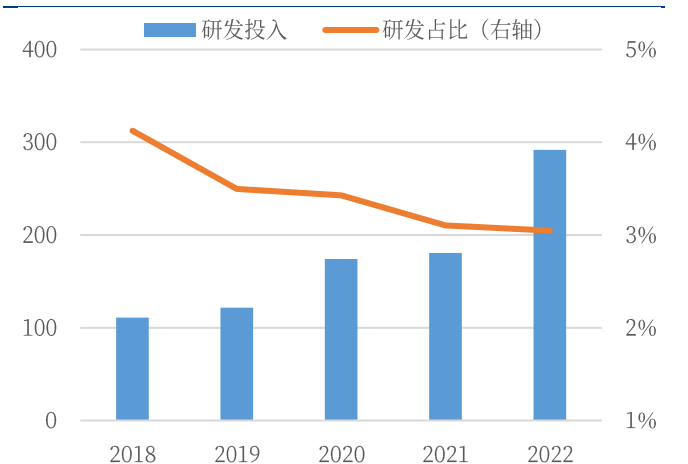
图4 2022 年每季度保持可观归母净利润(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

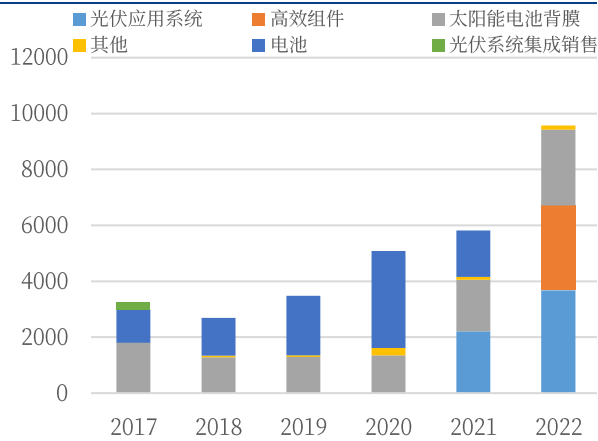
注:2021 年公司亏损原因为旧产线计提资产减值

图5 公司毛利率与净利率回升


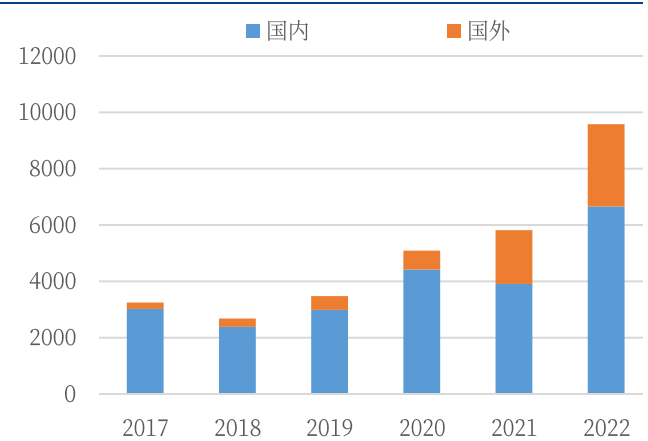
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司研发投入持续增长(亿元)


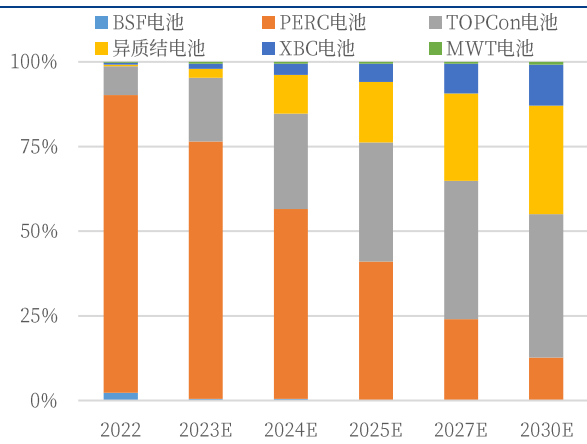
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 公司分业务营收情况(百万元)


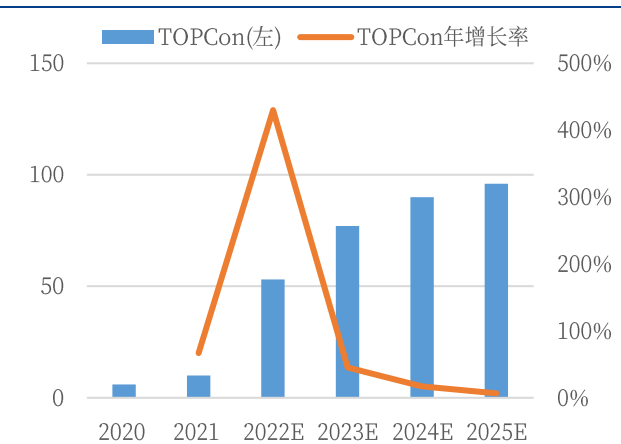
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图8 公司分地区营收情况(百万元)


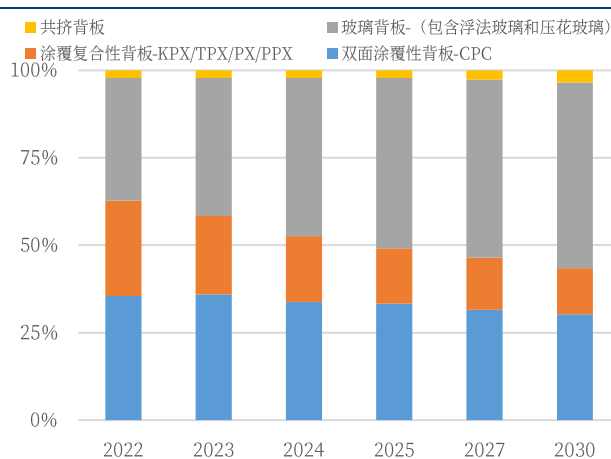
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图9 N型电池市占率逐步升高


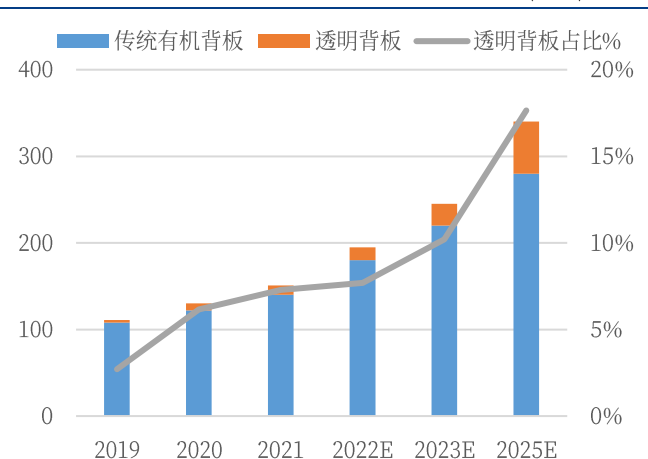
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图10 TOPCon 电池全市场产能大幅增长(GW)


资料来源: InfoLink, 中航证券研究所

图11 双面涂敷型背板和玻璃背板为市场主流


资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图12 2022年起透明背板市占率预计持续上升(GW)


资料来源: 中来股份, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2489	2987	1605	2374	2842	营业收入	5820	9577	16054	23742	28419
应收票据及账款	1826	3868	5903	8390	9593	营业成本	5149	8080	13290	19611	23193
预付账款	139	216	358	535	623	税金及附加	20	27	48	68	77
其他应收款	28	81	132	208	273	销售费用	117	162	281	432	512
存货	1608	2736	4005	5641	6354	管理费用	245	340	547	802	938
其他流动资产	156	727	378	444	598	研发费用	181	292	494	748	909
流动资产总计	6245	10616	12382	17593	20283	财务费用	-38	-38	118	91	87
长期股权投资	255	137	187	262	382	资产减值损失	-462	-65	-64	-95	-99
固定资产	2249	2836	2807	3122	3366	信用减值损失	-59	-101	-80	-131	-114
在建工程	418	553	860	868	776	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	72	108	90	72	54	投资收益	-82	69	57	82	127
长期待摊费用	47	48	50	50	60	公允价值变动损益	5	-1	-27	19	-25
其他非流动资产	2854	2706	2749	2977	3215	资产处置收益	-8	0	1	-6	3
非流动资产合计	5895	6388	6744	7352	7853	其他收益	41	26	25	40	33
资产总计	12139	17003	19126	24945	28136	营业利润	-418	642	1185	1899	2629
短期借款	1213	3253	1226	2164	1404	营业外收入	9	2	1	3	4
应付票据及账款	4222	5128	7282	9134	10167	营业外支出	9	9	4	6	4
其他流动负债	1562	2159	3336	4722	5353	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6997	10540	11845	16020	16924	利润总额	-418	635	1182	1896	2630
长期借款	427	651	546	449	324	所得税	-5	168	154	256	342
其他非流动负债	649	1181	1075	1176	1301	净利润	-412	468	1028	1640	2288
非流动负债合计	1076	1832	1622	1626	1625	少数股东损益	-99	67	102	175	249
负债合计	8072	12372	13467	17645	18549	归属母公司净利润	-313	401	927	1465	2039
股本	1090	1090	1090	1090	1090	EBITDA	-161	887	1890	2782	3693
资本公积	1851	1944	1944	1944	1944	NOPLAT	-448	448	1161	1710	2385
留存收益	448	852	1779	3244	5283	EPS (元)	-0.29	0.37	0.85	1.34	1.87
归属母公司权益	3388	3886	4813	6278	8317						
少数股东权益	679	745	847	1022	1271						
股东权益合计	4067	4631	5660	7300	9587						
负债和股东权益	12139	17003	19126	24945	28136						

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-412	468	983	1526	2167
折旧与摊销	295	290	589	795	976
财务费用	-38	-38	118	91	87
投资损失	82	-69	-57	-82	-127
营运资金变动	5	-2222	198	-1203	-555
其他经营现金流	413	404	60	44	36
经营性现金净流	344	-1168	1892	1171	2584
资本支出	473	265	959	999	996
长期投资	-344	-226	0	0	0
其他投资现金流	176	-363	80	-204	-198
投资性现金净流	-641	-854	-879	-1203	-1194
短期借款	-146	2040	-2026	938	-759
长期借款	238	224	-105	-97	-125
普通股增加	311	0	0	0	0
资本公积增加	-271	93	0	0	0
其他筹资现金流	305	-245	-264	-40	-38
筹资性现金净流	438	2112	-2395	801	-923
现金流量净额	125	137	-1382	769	468

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	14.45%	64.56%	67.64%	47.88%	19.70%
营业利润增长率	-	253.80%	84.52%	60.26%	38.41%
EBIT 增长率	-	230.93%	117.73%	52.79%	36.73%
EBITDA 增长率	-	649.32%	113.09%	47.20%	32.74%
归母净利润增长率	-	228.09%	130.92%	58.11%	39.11%
经营现金流增长率	290.63%	-	261.96%	-38.11%	120.71%
盈利能力					
毛利率	11.52%	15.63%	17.22%	17.40%	18.39%
净利率	-7.09%	4.89%	6.41%	6.91%	8.05%
营业利润率	-7.18%	6.71%	7.38%	8.00%	9.25%
ROE	-9.25%	10.33%	19.26%	23.34%	24.51%
ROA	-2.58%	2.36%	4.85%	5.87%	7.25%
ROIC	-9.03%	11.96%	18.00%	23.23%	24.24%
估值倍数					
P/E	-47.95	37.44	16.21	10.25	7.37
P/S	2.58	1.57	0.94	0.63	0.53
P/B	4.43	3.87	3.12	2.39	1.81
股息率	-	-	-	-	-
EV/EBIT	-46.26	31.33	13.51	9.35	6.60
EV/EBITDA	-	21.10	9.30	6.68	4.86
EV/NOPLAT	-47.13	41.77	15.14	10.87	7.53

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10% 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637