



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (首次)

行业: 电力设备
日期: 2022年03月16日

分析师: 开文明
Tel: 021-53686172
E-mail: kaiwenming@shzq.com
SAC 编号: S0870521090002

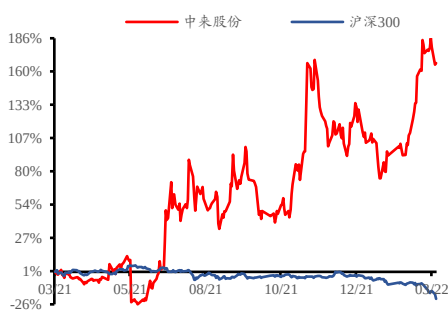
分析师: 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002

联系人: 刘清馨
Tel: 021-53686152
E-mail: liuqingxin@shzq.com
SAC 编号: S0870121080027

基本数据

最新收盘价 (元)	22.10
12mth A 股价格区间 (元)	6.14-23.75
总股本 (百万股)	1,089.63
无限售 A 股/总股本	84.03%
流通市值 (亿元)	202.35

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

产业链协同发展, 2022 有望量利齐升

■ 事件概述

公司于 3 月 15 日发布公告, 公司与太原政府、古交政府签署《战略合作与投资协议》投资年产 20 万吨工业硅及年产 10 万吨高纯多晶硅项目。第一期拟投建年产 20 万吨工业硅、年产 1 万吨高纯多晶硅项目; 二期拟投建年产 9 万吨多晶硅项目, 总投资期限预计 5 年, 投资总金额约为人民币 140 亿元, 其中一期项目投资金额约为 43 亿元, 预计 22 年投建、24 年投产。公司/指定子公司与太原市政府设立的基金共同在古交市投资组建项目公司作为实施主体, 公司/子公司计划持股 51%, 太原市政府设立基金持股 49%。

■ 核心观点

完善产业链上游布局, 抵抗行业波动。由于供需错配, 工业硅和多晶硅作为光伏行业上游在过去两年持续上涨, 公司电池与组件业务也受此影响盈利能力大幅下降。公司布局工业硅与多晶硅, 将有效保障电池原材料硅片的供应, 增强公司整体抵抗行业周期波动的风险。同时我们认为公司此时布局工业硅和多晶硅项目可以动态跟踪技术变化, 择优布局。

整合上下游资源实现协同发展。公司目前已布局光伏背板、电池与组件以及户用光伏电站三大业务, 工业硅与多晶硅项目的落地将补齐公司在光伏上游产业链的缺失。未来公司各项业务将协同发展, 加强上下游资源协同, 形成产业链一体化的协同优势。

产线爬坡顺利, 电池组件业务有望量利齐升。公司较早布局 TOPCon 电池, Popaid 技术应用 2.0 代生产工艺, 减少工序步骤至 9 步, 最高量产效率可达 24.5%, 良率达到 97% 以上。公司现有产能 2.1GW, 新投产 1.5GW 正在爬坡过程中。山西新建 16GW 产线, 其中一期 8GW 正处于设备安装阶段, 预计 2022 年实现 6GW 产能。公司预计未来 2-3 年具备 20GW 左右的电池生产能力。受原材料价格高位影响, 公司 21 年电池与组件业务盈利能力大幅下降, 我们预计随着原材料价格逐步回落, 公司电池与组件业务 22 年盈利水平将得到修复, 22 年有望迎来量利齐升。

整县推进模式下, 分布式光伏高速发展, 公司户用业务将充分受益。2021 年整县推进政策发布, 中央积极的政策布局推动分布式光伏市场快速成长。根据国家能源局数据, 2021 年户用光伏新增装机 21.6GW, 占全国新增装机量约 39%, 同比增长 113%。公司 2017 年起开展户用光伏业务, 自主开发、建立健全五大线上管理系统, 采取多项措施保障回款和售后服务。前期以赊销模式为主, 与央企合作后转为以 EPC 总承包模式为主, 以轻资产方式运营, 为合资公司上海源烨提供光伏电站 EPC 工程服务, 计划合作 5 年累计装机量达 7.2GW 以上。我们认为在户用光伏高速发展的背景下, 公司将充分受益。

公司背板业务稳定发展, 2021 年背板产能 1.7 亿平米, 对应装机量 40GW。公司主打涂覆型背板, 在 PVDF 涨价背景下涂覆背板优势明

显，竞争力和盈利能力持续提升，我们预计公司21年重回背板行业第一。

■ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司2021-2023年营业收入分别为65.44、150.80、225.51亿元，同比分别增长28.7%、130.4%、49.5%；归母净利润分别为-2.39、6.15、12.02亿元，同比分别增长-346.9%、357.6%、95.5%。当前股价对应22-23年PE分别为51、26倍。

■ 风险提示

光伏行业政策波动风险；市场竞争加剧的风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5085	6544	15080	22551
年增长率	46.2%	28.7%	130.4%	49.5%
归母净利润	97	-239	615	1202
年增长率	-60.3%	-346.9%	357.6%	95.5%
每股收益（元）	0.13	-0.22	0.43	0.85
市盈率（X）	99.92	—	50.92	26.04
市净率（X）	2.76	6.45	4.36	3.74

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年03月15日收盘价）

目 录

1 盈利预测与投资建议.....	4
1.1 关键假设.....	4
1.2 盈利预测与投资建议.....	5
2 风险提示	5

表

表 1 公司分业务盈利预测.....	4
--------------------	---

1 盈利预测与投资建议

1.1 关键假设

背板业务

公司背板主要包括涂覆型背板和透明背板，我们预计公司 2021-2023 年背板出货量分别为 1.70、2.00、2.35 亿平方米。我们通过分别预计透明背板与涂覆型背板单价、成本等要素，预计背板业务收入分别为 20.98、25.30、28.30 亿元。

电池与组件业务

公司电池主打 N 型 TOPCon 路线，已有产能 2.1GW（TOPCon1.0 技术），目前泰州 1.5GW（TOPCon2.0 技术）正在爬坡状态，山西一期 8GW 项目正在设备安装阶段，我们预计电池及组件对应出货量为 1.7GW、5.6GW、9.6GW，其中预计销售给中来民生的组件量为 0.85GW、2.5GW、3.5GW。受上游原材料大幅上涨及下游光伏装机终端投资收益标准制约，公司 21 年盈利水平大幅下降。我们根据预测组件、硅片、玻璃、背板等价格预计电池及组件收入与成本并考虑内部关联交易，计算得出公司电池与组件业务 2021-2023 年收入分别为 13.69 亿元、45.71 亿元、85.44 亿元。

光伏系统业务

中来民生从 21 年将销售模式转变为与央企合作，为合资公司上海源烨提供户用光伏电站 EPC 工程服务。根据与源烨签订合同，我们预计公司 2021-2023 年光伏系统业务出货量分别为 0.89GW、2.5GW、3.5GW。根据合同预计单 w 销售价格约为 3.5 元，我们预测 2021-2023 年光伏系统业务收入分别为 28.27、77.79、109.76 亿元。

表 1 公司分业务盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
背板				
出货量（亿平方米）	1.28	1.70	2.00	2.35
单平米均价（元）	10.55	12.34	12.65	12.04
收入（亿元）	13.55	20.98	25.30	28.30
电池与组件				
出货量(GW)	1.72	1.70	5.60	9.60
收入（亿元）	34.74	13.69	45.71	85.44
成本（亿元）	29.61	14.29	41.41	72.57
光伏系统				
出货量（GW）		0.89	2.50	3.50
收入（亿元）		28.27	77.79	109.76

资料来源：上海证券研究所

1.2 盈利预测与投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 65.44、150.80、225.51 亿元，同比分别增长 28.7%、130.4%、49.5%；归母净利润分别为-2.39、6.15、12.02 亿元，同比分别增长-346.9%、357.6%、95.5%。当前股价对应 22-23 年 PE 分别为 51、26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

2 风险提示

光伏行业政策波动风险：光伏行业受政策影响较大，在积极的政策带动下，光伏行业处于快速发展阶段。但是如果国内光伏行业政策出现不利变化，整个光伏市场需求将面临较大波动，下游装机量将不及预期，导致公司电池及组件出货量不及预期，导致公司实际业绩低于我们的预计。

市场竞争加剧的风险：目前行业正处于 P 型向 N 型转换的拐点，行业不断有新进入者新建 N 型 TOPCon 产线。公司作为较早布局 N 型技术的公司，将面临日趋激烈的竞争环境。未来如果市场竞争加剧，公司电池及组件产品定价及盈利能力将受到不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1470	266	1452	1548
应收票据及应收账款	1194	1581	4477	6688
存货	649	1241	2460	3356
其他流动资产	491	572	989	1342
流动资产合计	3805	3661	9378	12933
长期股权投资	145	145	145	145
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2717	2797	2961	2997
在建工程	197	347	597	847
无形资产	128	128	128	128
其他非流动资产	2726	3264	3853	4358
非流动资产合计	5912	6680	7683	8474
资产总计	9717	10341	17061	21407
短期借款	1358	1410	1363	1316
应付票据及应付账款	2206	2532	5680	8322
合同负债	30	289	130	190
其他流动负债	805	785	981	1147
流动负债合计	4399	5017	8154	10974
长期借款	189	189	189	189
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	688	688	688	688
非流动负债合计	877	877	877	877
负债合计	5277	5894	9032	11852
股本	778	1090	1417	1417
资本公积	2122	2122	4619	4619
留存收益	755	516	1131	2333
归属母公司股东权益	3662	3735	7174	8376
少数股东权益	778	712	855	1179
股东权益合计	4440	4447	8029	9556
负债和股东权益合计	9717	10341	17061	21407

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	-180	-123	204	1847
净利润	147	-304	758	1526
折旧摊销	257	570	687	814
营运资金变动	-1044	-870	-1350	-599
其他	460	481	110	105
投资活动现金流量	-155	-1338	-1689	-1600
资本支出	-298	-801	-1101	-1101
投资变动	273	-505	-507	-503
其他	-130	-32	-81	4
筹资活动现金流量	90	257	2670	-151
债权融资	366	0	0	0
股权融资	3	311	2824	0
其他	-280	-54	-154	-151
现金净流量	-250	-1204	1185	97

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5085	6544	15080	22551
营业成本	4165	5776	12958	18985
营业税金及附加	19	26	60	90
销售费用	81	98	196	271
管理费用	186	177	377	519
研发费用	174	351	618	1030
财务费用	-3	100	100	100
资产减值损失	-38	-25	-25	-25
投资收益	3	6	8	9
公允价值变动损益	-178	0	0	0
营业利润	211	-434	948	1909
营业外收支净额	0	-1	-1	-1
利润总额	211	-435	947	1908
所得税	65	-130	189	382
净利润	147	-304	758	1526
少数股东损益	50	-66	143	324
归属母公司股东净利润	97	-239	615	1202

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	18.1%	11.7%	14.1%	15.8%
净利率	1.9%	-3.6%	4.1%	5.3%
净资产收益率	2.6%	-6.4%	8.6%	14.4%
资产回报率	1.0%	-2.3%	3.6%	5.6%
投资回报率	4.4%	-2.8%	7.1%	11.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	46.2%	28.7%	130.4%	49.5%
EBIT 增长率	8.8%	165.2%	436.1%	86.2%
归母净利润增长率	-60.3%	346.9%	357.6%	95.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	-0.22	0.43	0.85
每股净资产	4.71	3.43	5.06	5.91
每股经营现金流	-0.23	-0.11	0.14	1.30
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.52	0.63	0.88	1.05
应收账款周转率	4.99	7.27	5.19	5.20
存货周转率	6.41	4.65	5.27	5.66
偿债能力指标				
资产负债率	54.3%	57.0%	52.9%	55.4%
流动比率	0.86	0.73	1.15	1.18
速动比率	0.68	0.44	0.80	0.82
估值指标				
P/E	99.92	—	50.92	26.04
P/B	2.76	6.45	4.36	3.74
EV/EBITDA	16.12	86.40	20.11	12.75

资料来源: Wind, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。