

## 电力设备

2022 年 08 月 05 日

## 中来股份 (300393)

——22 年上半年各板块经营不断改善，业绩稳步兑现

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2022 年 08 月 04 日

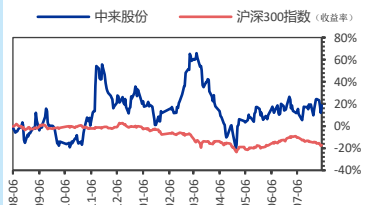
收盘价 (元)	16.99
一年内最高/最低 (元)	24.89/11.02
市净率	5.1
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	15556
上证指数/深证成指	3189.04/12065.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	3.36
资产负债率%	71.61
总股本/流通 A 股 (百万)	1090/916
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

朱栋 A0230522050001  
zhudong@swsresearch.com

## 联系人

朱栋  
(8621)23297818x  
zhudong@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 2022 年 8 月 4 日，中来股份公告 22 年半年度报告，2022 年上半年公司实现总体营业收入 46.38 亿元，较上年同期增长 95.46%；归母净利润 2.31 亿元，较上年同期增长 642.89%。22 年 Q2 单季度实现营业收入 26.28 亿元，环比增长 30.8%，Q2 单季度实现归母净利润 1.42 亿，环比增长 60.35%。22 年上半年公司各业务板块经营情况均不断改善，公司业绩取得较大增幅。
- **TOPCon 电池和组件业务：TOPCon 组件盈利能力明显改善，毛利率由负转正。**22 年上半年公司 TOPCon 组件产量 1.5GW，其中实现对外销售 548.01MW，对合并范围内子公司提供 549.71MW，泰州中来单体报表盈利 4133 万，单体报表单瓦组件盈利约 0.04 元。上半年公司高效组件对外销售收入为 10.66 亿，**毛利率为 3.93%，与去年同期相比 +8.43pct，毛利率由负转正，在上游硅片价格不断上涨的情况下，公司依然实现了正毛利。**目前公司 TOPCon 电池产能为 3.6GW，组件产能为 3.5GW，随着山西 4GW TOPCon 电池项目逐步爬产，公司高效组件板块盈利能力有望逐步改善，出货量也将不断提高，预计 22 年高效组件出货 5GW。
- **光伏背板业务：22 年上半年背板业务经营情况亮眼，实现量利齐升。**22 年上半年公司光伏背板预计出货约 1.2 亿平米，平均每月出货 2000 万平米，目前公司年产能 1.7 亿平米，上半年产能利用率超 140%。22 年 1-6 月公司背板业务实现营业收入 13.54 亿，同比增长 67.93%，毛利率 25.88%，同比 +7.3pct，毛利率行业领先。目前公司正在积极进行背板业务的产能扩张，预计 22 年三季度 5000 万平米产投产，22 年底名义产能将达到 2.2 亿，预计 22 年全年出货将超过 2.4 亿平米，高于此前预期水平，公司背板龙头地位稳固。
- **光伏应用系统：稳扎稳打，在手项目超 10GW，出货符合预期。**22 年上半年由于疫情，公司分布式业务受到一定影响，但上半年依然实现分布式装机 656MW，Q2 单季度装机约 350MW；22 年 1-6 月，公司光伏应用系统实现营业收入 21.84 亿，同比增长 181.32%。截至 22 年 6 月 30 日，公司已累计与 110 个市/县/镇签署了合作框架协议，拟建容量达到约 10.75GW，充足的在手项目为 22 年下半年安装提供有力保障，预计 22 年全年分布式装机有望达到 3GW。
- **投资分析意见：公司是光伏背板龙头，TOPCon 领跑者，分布式头部企业，目前公司已经走出困境，盈利能力逐步改善，业绩不断兑现。**维持公司盈利预测，预计 22-24 年的归母净利润为 6.86、10.3、13 亿元，EPS 分别为 0.63、0.95、1.19 元/股，目前股价对应 PE 分别为 27 倍、18 倍、14 倍，当前估值属于行业较低水平，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**全球装机不及预期，新建产能释放不及预期，原材料价格上涨风险。

## 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,820	4,638	17,470	19,835	25,150
同比增长率 (%)	14.4	95.5	200.2	13.5	26.8
归母净利润 (百万元)	-313	231	686	1,030	1,300
同比增长率 (%)	-	642.9	319.0	50.1	26.2
每股收益 (元/股)	-0.29	0.21	0.63	0.95	1.19
毛利率 (%)	11.5	16.6	14.7	16.8	17.0
ROE (%)	-9.2	6.3	16.8	20.2	20.3
市盈率	-59		27	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,085	5,820	17,470	19,835	25,150
其中: 营业收入	5,085	5,820	17,470	19,835	25,150
减: 营业成本	4,165	5,149	14,908	16,511	20,879
减: 税金及附加	19	20	60	68	86
主营业务利润	902	650	2,502	3,256	4,185
减: 销售费用	81	117	350	398	504
减: 管理费用	186	245	707	788	1,025
减: 研发费用	174	181	542	616	780
减: 财务费用	-3	-38	-185	-199	-222
经营性利润	464	146	1,088	1,653	2,098
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-95	-59	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-38	-462	0	0	0
加: 投资收益及其他	-120	-43	41	41	41
营业利润	211	-418	1,129	1,695	2,138
加: 营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	211	-418	1,129	1,695	2,138
减: 所得税	65	-5	226	339	428
净利润	147	-412	903	1,356	1,711
少数股东损益	50	-99	217	326	411
归属于母公司所有者的净利润	97	-313	686	1,030	1,300
全面摊薄总股本	778	1,090	1,090	1,090	1,090
每股收益 (元)	0.09	-0.29	0.63	0.95	1.19

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。