

电力设备

2022 年 11 月 10 日

中来股份 (300393)

——国资入主，TOPCon 扩产有望提速

报告原因：有信息公开需要点评

买入 (维持)

市场数据：2022 年 11 月 10 日

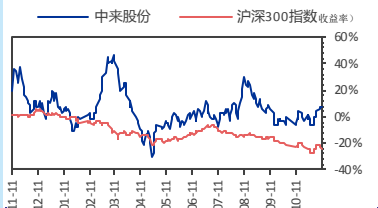
收盘价 (元)	17.33
一年内最高/最低 (元)	24.89/11.4
市净率	5.0
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	15868
上证指数/深证成指	3036.13/10908.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.48
资产负债率%	73.23
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

《中来股份 (300393) 深度：TOPCon 电池与光伏背板齐飞，助力组件降本增效》
2022/09/06

《中来股份 (300393) 点评：22 年上半年各板块经营不断改善，业绩稳步兑现》
2022/08/05

证券分析师

朱栋 A0230522050001
zhudongq@swsresearch.com

联系人

朱栋
(8621)23297818x
zhudongq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件概述：**近日中来股份控股股东、实际控制人林建伟先生、张育政女士筹划通过向浙能电力 (600023.SH) 协议转让其持有的部分股份及委托表决权等方式实现控制权变更事项。前述交易事项如顺利进行，浙能电力将获得 9.7% 股权，并接受 10% 表决权委托。根据《股份转让协议》，本次交易受让价格为 17.18 元/股，合计受让金额为 18.17 亿。本次交易完成后及在此后的三年期间内，浙能电力和林建伟、张育政拟行使股东权利将中来股份董事会成员由 7 名调整为 9 名，其中拟由浙能电力提名 7 名董事候选人 (5 名非独立董事候选人及 2 名独立董事候选人)。
- **浙能电力为浙江省能源集团有限公司电力主业资产整体运营平台。**浙能电力控股股东浙江省能源集团为全国装机容量最大、资产规模最大、能源产业门类最全、盈利能力最强的省属地方能源企业之一。浙能电力主要从事火力发电业务，为浙江省内最大的发电企业，21 年营业收入超过 700 亿，公司资金实力雄厚，22 年 3 季度末货币资金余额 150 亿。
- **本次交易有利于中来股份加快 TOPCon 产业落地。**22 年以来，光伏行业中 TOPCon 扩产迅速，中来股份在 TOPCon 领域深耕多年，技术优势明显。但是 21 年由于历史原因导致定增受阻，资金压力较大，从而 TOPCon 扩产进度明显降低。本次交易完成后，浙能电力与中来股份将充分发挥产业协同，依托浙能电力资金与产业优势，为中来股份提供增信、融资、市场拓展等方面的支持，进一步提升中来股份的增长潜力，加快中来股份 TOPCon 投产进度。
- **3.0 技术推出，恰逢国资入主。**近日中来股份推出 TOPCon3.0 技术，实验室效率已经达到 26.1%。中来股份在山西太原规划了两期合计 16GW TOPCON 产能，一期 8GW 中 4GW 已经投产，一期剩余 4GW 已经完成设备采购。本次浙能电力取得公司控制权后，公司二期 8GW 3.0 技术产业化落地将提速，我们预计有望在 23 年完成 16GW 产能全部投产。
- **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。**由于资金压力导致 TOPCON 扩产进度较慢，本次浙能电力入主，有望助力公司迅速解决资金压力，加快扩产步伐，维持 TOPCON 领先地位。**对于分布式业务而言**，浙能电力为浙江省能源集团有限公司电力主业资产整体运营平台，电力资源丰富，有助于中来股份打开户用和工商业分布式的增长空间。**本次交易完成后，中来股份凭借浙能电力资本和产业的支持，有望迎来高速发展的黄金时期。**我们维持公司盈利预测，预计 22-24 年的归母净利润为 6.86、10.35、13.64 亿元，EPS 分别为 0.63、0.95、1.25 元/股，目前股价对应 PE 分别为 28 倍、18 倍、14 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**交易进展不及预期，TOPCon 技术进展不及预期，光伏装机不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,820	7,624	15,211	22,560	28,250
同比增长率 (%)	14.4	84.5	161.4	48.3	25.2
归母净利润 (百万元)	-313	343	686	1,035	1,364
同比增长率 (%)	-	365.9	319.1	50.8	31.7
每股收益 (元/股)	-0.29	0.31	0.63	0.95	1.25
毛利率 (%)	11.5	16.4	14.5	14.7	15.0
ROE (%)	-9.2	9.0	16.8	20.3	21.1
市盈率	-60		28	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	15,211	22,560	28,250
其中: 营业收入	5,085	5,820	15,211	22,560	28,250
减: 营业成本	4,165	5,149	13,008	19,252	24,010
减: 税金及附加	19	20	52	77	97
主营业务利润	902	650	2,151	3,231	4,143
减: 销售费用	81	117	305	452	566
减: 管理费用	186	245	615	896	1,152
减: 研发费用	174	181	472	700	877
减: 财务费用	-3	-38	-166	-201	-265
经营性利润	464	146	925	1,384	1,813
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	966	1,424	1,856
加: 营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	211	-418	966	1,424	1,856
减: 所得税	65	-5	193	285	371
净利润	147	-412	773	1,139	1,485
少数股东损益	50	-99	86	104	121
归属于母公司所有者的净利润	97	-313	686	1,035	1,364
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	1.25

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 索取有关披露资料或登录 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@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.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。