

2023 年 01 月 30 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

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

◆ 2022 年实现业绩转正，背板业务保持优势，全 N 型电池产线助力

公司发布业绩预告，2022 年归母净利润 3.46-4.10 亿元，同比扭亏为盈（2021 年归母净利润-3.13 亿元），扣非归母净利润 3.41~4.05 亿元；其中 22Q4 单季度归母净利润 0.03~0.67 亿元。业绩增长得益于全年光伏需求强劲带动公司出货增长，及公司管理运营能力提升。

◆ TOPCon 新型电池产能快速释放，自主研发技术降本增效

公司坚定布局大尺寸 N 型电池，预计 2023 年产能达到约 12GW。年产 16GW 高效单晶电池智能工厂项目一期 8GW 首批 4GW 项目 1 月底有望全面量产；一期剩余 4GW 项目预计 Q1 完成设备安装、Q2 开始产能爬坡。基于早期的战略布局，公司具备高效电池技术方面的先发优势，目前已进入到 J-TOPCon2.0 技术规模化量产运用的阶段，并持续推动 J-TOPCon3.0 技术平台，采用自主研发的 POPAID 技术，进一步降本增效，技术规模化运用后，预计非硅成本将与 P 型电池持平，进一步扩大公司盈利空间。公司 182 尺寸 TOPCon 电池实验室效率达 26.1%，新投产的 TOPCon 电池产线量产效率可达 24.5%。

◆ 核心科技透明背板，助力整体背板业务优势

公司在太阳能背板制造领域，领先全球，龙头地位稳固。2022 年产能近 2.2 亿平方米，累计发货超过 200GW，拳头产品 FFC 双面涂覆背板累计发货超过 120GW，单品出货量同比增加约 140%。公司规划的 5000 万平方米背板产能逐步释放，进一步扩大公司市占率。公司透明网格背板相比传统双玻组件具有 1.29% 的发电增益，组件重量减少近 20%，具备高耐紫外率，94% 的高透光率，以及成本较低等优势。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。公司产能持续扩大，年产 2.5 亿平方米通用型光伏背板项目已完成立项审批。

◆ 股份转让进展一帆风顺，未来三年发展宏图可期

11 月公司与浙能电力分别发布公告，浙能电力拟以 18.17 亿元现金收购公司 9.70% 股份、并取得 19.70% 的表决权，交易对价为每股 17.18 元（对应总市值 187.32 亿元），公司当前实际控制人林建伟先生承诺公司于 2022-2024 年归母净利润累计不少于 16 亿元。1 月 19 日《股份转让协议》正式生效。浙能电力主营业务为电力、热力生产及供应，浙能电力总装机容量约占浙江省统调火电装机容量 50%，在浙江电力市场中占有较大份额。本次交易后，公司预计得到浙能电力产业及资金方面支持，结合公司产业链地位，强化竞争优势，加快行业拓展。

投资建议与盈利预测：公司多年来保持了在背板领域的全球领先地位，同时在 N 型电池组件业务中，发展先进技术，未来随着产能持续释放和新型电池技术推广将迎来持续高速增长，国资传统能源企业入股强化公司竞争力，前景向好。预计公司 2022~2024 年归母净利润 4.03 亿/9.04 亿/11.21 亿，首次覆盖给与“买入”评级，目标价 29.04 元、对应 2022~2024 年 PE 估值 79/35/28 倍。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,084.95	5,819.54	12,514.60	18,228.97	22,452.53
增长率（%）	46.21	14.45	115.04	45.66	23.17
归母净利润（百万元）	96.66	-313.36	402.61	904.17	1,120.70
增长率（%）	-60.26	-424.19	228.48	124.58	23.95
毛利率（%）	18.10	11.52	16.40	17.12	17.38
每股收益	0.09	-0.29	0.37	0.83	1.03
市盈率 PE	193.67	-59.74	46.50	20.70	16.70
市净率 PB	5.11	5.53	4.94	3.99	3.22
净资产收益率 ROE（%）	2.64	-9.25	10.62	19.26	19.27

资料来源：中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2023 年 01 月 30 日

收盘价(元): 17.20

目标价(元): 29.04

公司基本数据

总股本(百万股)	1,089.63
总市值(百万)	18,741.59
流通股本(百万股)	953.89
流通市值(百万)	16,406.95
12 月最高/最低价(元)	24.89/11.40
资产负债率(%)	73.23
每股净资产(元)	3.48
市盈率(TTM)	-426.82
市净率(PB)	4.94
净资产收益率(%)	9.04

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

股市有风险 入市需谨慎

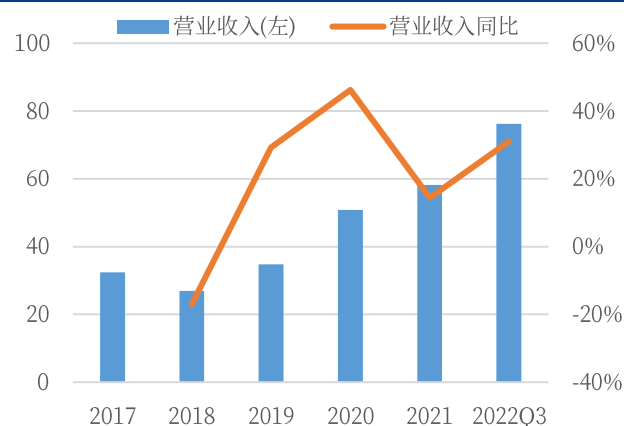
中航证券研究所发布 证券研究报告

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

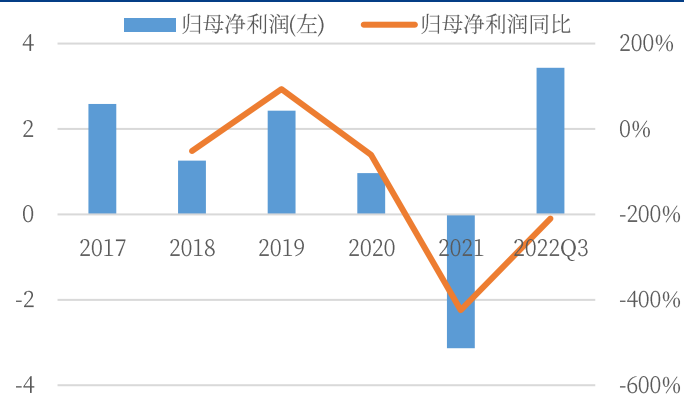
1

图1 近年营收保持高增长、2022 年显著提升(亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

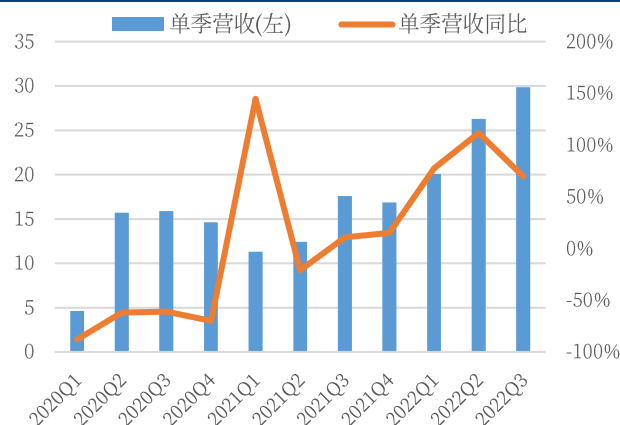
图2 2022Q3 累计归母净利润创新高(亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

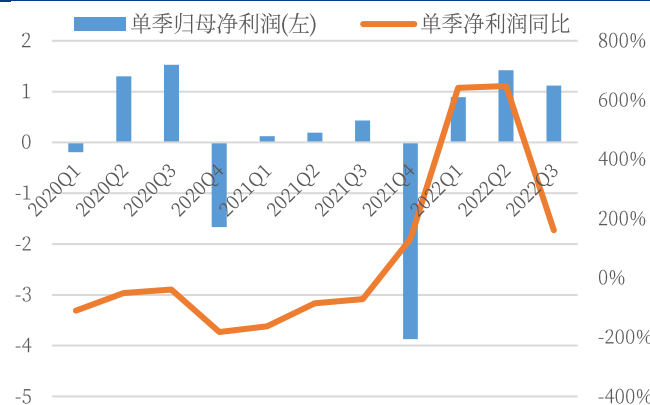
注:2021 年公司亏损原因为旧产线计提资产减值

图3 2021 年至今分季度营收稳步提升(亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

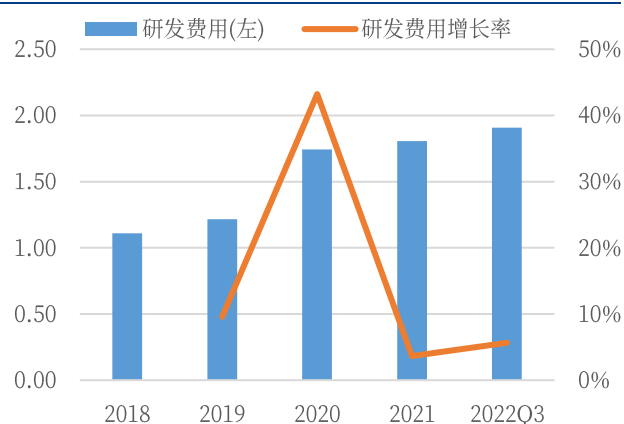
图4 2022 年每季度保持可观归母净利润(亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

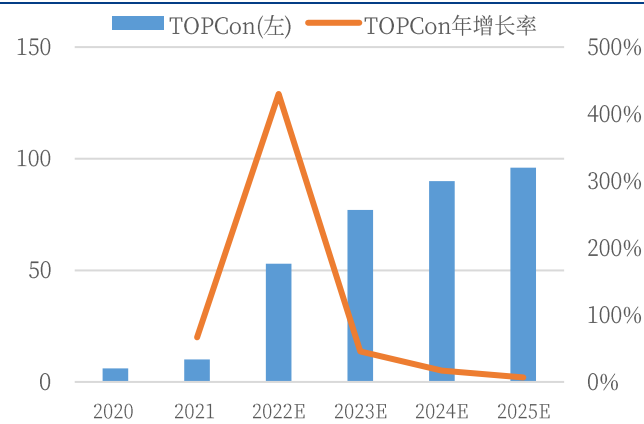
注:2021 年公司亏损原因为旧产线计提资产减值

图5 公司研发投入持续增长(亿元)



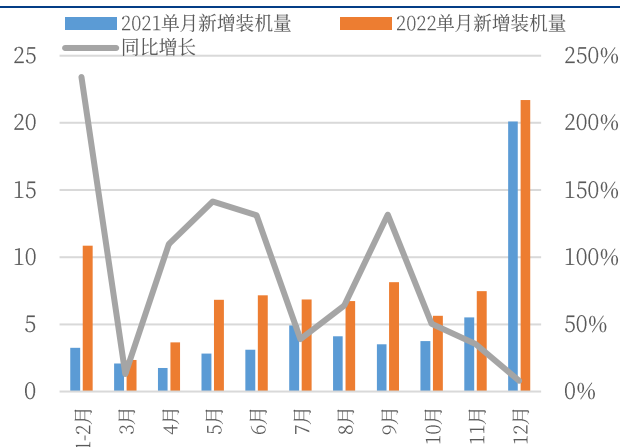
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 TOPCon 电池全市场产能 2022 年起大幅增长(GW)



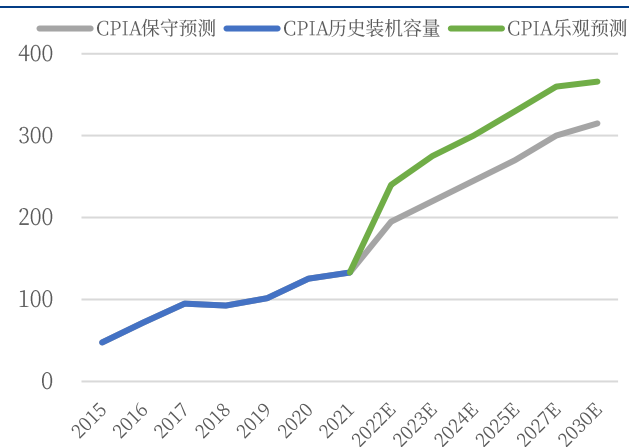
资料来源：PVInfoLink，中航证券研究所

图7 光伏单月新增装机容量 2022 年大幅上升(GW)



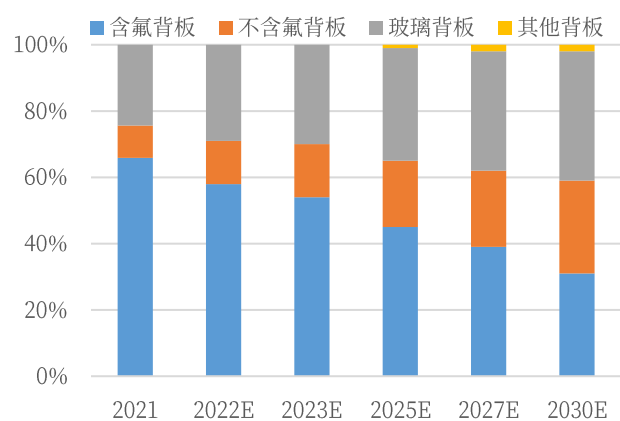
资料来源：国家能源局，中航证券研究所

图8 全球光伏装机容量持续增长(GW)



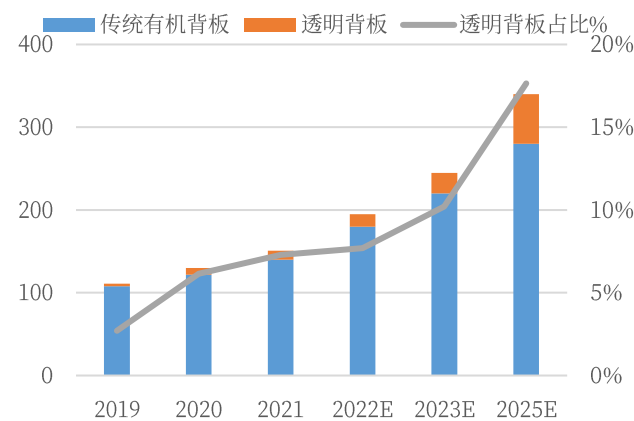
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图9 不含氟背板及玻璃背板市占率逐渐上升



资料来源：CPIA，中航证券研究所

图10 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

表1 辅材行业可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603212.SH	赛伍技术	34.02	149.86	0.42	0.73	1.29	1.90	73.95	46.79	26.34	17.86
603330.SH	天洋新材	14.40	47.93	0.46	0.38	0.81	1.04	38.11	38.23	17.71	13.85
688560.SH	明冠新材	52.18	105.04	0.75	1.03	2.56	3.75	46.17	50.85	20.34	13.92
可比公司平均值		-	100.94	-	-	-	-	52.74	45.29	21.46	15.21
300393.SZ	中来股份	17.18	187.20	-0.29	0.54	0.85	1.25	-66.21	31.92	20.13	13.75

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为1月20日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测

表2 电池行业可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688223.SH	晶科能源	15.73	1573.00	0.14	0.28	0.55	0.73	--	57.20	28.63	21.65
688599.SH	天合光能	71.00	1,543.00	0.87	1.67	3.02	3.98	90.44	42.61	23.50	17.85
600537.SH	亿晶光电	7.77	92.69	-0.51	0.09	0.13	0.17	-9.23	86.33	59.77	45.71
可比公司平均值		-	1069.56	-	-	-	-	40.61	62.05	37.30	28.40
300393.SZ	中来股份	17.18	187.20	-0.29	0.54	0.85	1.25	-66.21	31.92	20.13	13.75

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为1月20日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测

表3 公司分业务拆分(百万元)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
光伏应用系统	营收	--	2,207.17	6,649.83	9,600.00	10,850.00
	成本	--	1,868.52	5,526.73	7,950.00	8,890.00
	毛利润	--	338.65	1,123.10	1,650.00	1,960.00
	毛利率	--	15.34%	16.89%	17.19%	18.06%
太阳能电池背膜	营收	1,355.11	1,850.93	2,461.30	2,902.66	3,396.68
	成本	1,014.64	1,461.09	1,823.80	2,159.11	2,552.46
	毛利润	340.47	389.84	637.50	743.54	844.21
	毛利率	25.12%	21.06%	25.90%	25.62%	24.85%
组件	营收	--	1,660.08	1,897.21	739.38	510.00
	成本	--	1,731.48	1,822.58	672.83	456.45
	毛利润	--	-71.40	74.64	66.54	53.55
	毛利率	--	-4.30%	3.93%	9.00%	10.50%
电池	营收	3,474.30	17.01	1,439.20	4,940.00	7,663.00
	成本	2,960.51	14.49	1,243.12	4,290.77	6,626.28
	毛利润	513.79	2.52	196.08	649.23	1,036.72
	毛利率	14.79%	14.84%	13.62%	13.14%	13.53%
其他	营收	255.53	101.37	67.06	46.94	32.86
	成本	189.43	88.24	46.58	35.21	24.64
	毛利润	66.10	13.13	20.48	11.74	8.21
	毛利率	25.87%	12.95%	30.54%	25.00%	25.00%
合计	营收	5,084.95	5,836.54	12,514.60	18,228.97	22,452.53
	成本	4,164.58	5,163.82	10,462.81	15,107.92	18,549.83
	毛利润	920.36	672.74	2,051.79	3,121.06	3,902.70
	毛利率	18.10%	11.52%	16.40%	17.12%	17.38%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1470	2489	1251	1823	2245	营业收入	5085	5820	12515	18229	22453
应收票据及账款	1374	1826	3066	4650	5643	营业成本	4165	5149	10463	15108	18550
预付账款	62	139	279	411	480	税金及附加	19	20	45	58	67
其他应收款	64	28	56	78	82	销售费用	81	117	243	332	364
存货	649	1608	3361	4521	5297	管理费用	186	245	501	660	797
其他流动资产	185	156	291	335	461	研发费用	174	181	394	556	685
流动资产总计	3805	6245	8305	11818	14210	财务费用	-3	-38	51	108	250
长期股权投资	145	255	95	-60	-184	资产减值损失	-38	-462	-50	-64	-79
固定资产	2717	2249	2166	3088	5450	信用减值损失	-95	-59	-94	-100	-123
在建工程	197	418	598	1528	2459	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	128	72	60	48	36	投资收益	3	-82	-150	-145	-114
长期待摊费用	25	47	50	50	60	公允价值变动损益	-178	5	-27	19	-31
其他非流动资产	2701	2854	2749	2727	2740	资产处置收益	0	-8	1	-6	3
非流动资产合计	5912	5895	5718	7381	10560	其他收益	55	41	25	54	33
资产总计	9717	12139	14024	19199	24770	营业利润	211	-418	523	1166	1428
短期借款	1358	1213	594	3545	6501	营业外收入	1	9	1	3	4
应付票据及账款	2206	4222	5736	6651	7494	营业外支出	1	9	4	6	4
其他流动负债	835	1562	1744	1721	1766	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	4399	6997	8075	11917	15761	利润总额	211	-418	519	1163	1429
长期借款	189	427	345	599	1013	所得税	65	-5	73	151	171
其他非流动负债	688	649	1091	1157	1213	净利润	147	-412	447	1012	1258
非流动负债合计	877	1076	1435	1756	2225	少数股东损益	50	-99	44	108	137
负债合计	5277	8072	9510	13673	17986	归属母公司净利润	97	-313	403	904	1121
股本	778	1090	1090	1090	1090	EBITDA	465	-154	1035	2031	3009
资本公积	2122	1851	1851	1851	1851	NOPLAT	322	-448	520	1097	1505
留存收益	762	448	850	1754	2875	EPS (元)	0	0	0	1	1
归属母公司权益	3662	3388	3791	4695	5816						
少数股东权益	778	679	723	831	968						
股东权益合计	4440	4067	4514	5526	6783						
负债和股东权益	9717	12139	14024	19199	24770						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	147	-412	579	1082	1353
折旧与摊销	257	302	464	760	1330
财务费用	-3	-38	51	108	250
投资损失	-3	82	150	145	114
营运资金变动	-2174	5	-1595	-2051	-1084
其他经营现金流	1597	413	-31	67	-5
经营性现金净流	-180	351	-381	110	1958
资本支出	185	473	110	2534	4565
长期投资	273	-344	0	0	0
其他投资现金流	-243	176	-336	-154	-139
投资性现金净流	-155	-641	-447	-2688	-4704
短期借款	312	-146	-619	2952	2956
长期借款	-1149	238	-82	254	414
普通股增加	419	311	0	0	0
资本公积增加	562	-271	0	0	0
其他筹资现金流	-54	305	293	-57	-201
筹资性现金净流	90	438	-409	3149	3169
现金流量净额	-250	132	-1237	571	422

数据来源：iFinD，中航证券研究所

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	46.21%	14.45%	115.04%	45.66%	23.17%
营业利润增长率	-40.11%	-	225.12%	123.21%	22.47%
EBIT 增长率	-54.47%	-	225.14%	122.59%	32.18%
EBITDA 增长率	-29.40%	-	770.25%	96.20%	48.18%
归母净利润增长率	-60.26%	-	228.48%	124.58%	23.95%
经营现金流增长率	-	294.52%	-	128.79%	1683.27%
盈利能力					
毛利率	18.10%	11.52%	16.40%	17.12%	17.38%
净利率	2.89%	-7.09%	3.57%	5.55%	5.60%
营业利润率	4.15%	-7.18%	4.18%	6.40%	6.36%
ROE	2.64%	-9.25%	10.62%	19.26%	19.27%
ROA	0.99%	-2.58%	2.87%	4.71%	4.52%
ROIC	7.28%	-9.03%	13.89%	20.35%	15.67%
估值倍数					
P/E	193.67	-59.74	46.50	20.70	16.70
P/S	3.68	3.22	1.50	1.03	0.83
P/B	5.11	5.53	4.94	3.99	3.22
股息率	-	-	-	-	-
EV/EBIT	54.75	-46.26	35.59	18.60	16.16
EV/EBITDA	24.54	-	19.63	11.63	9.02
EV/NOPLAT	35.38	-47.13	39.05	21.54	18.03

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发送、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