

2023年09月14日

证券研究报告|公司研究|公司点评

中来股份 (300393)

TOPCon 电池产能释放，背板技术领先，国资助力发展

◆ 2023年上半年业绩持续稳步增长，进一步拓宽业务布局

公司公告,2023年上半年实现营收57.61亿元、同比+24.22%,归母净利润2.36亿元、同比+2.39%,毛利率15.15%,净利率4.37%;其中Q2营收30.53亿元、同比+16.15%,归母净利润1.34亿元、同比-5.89%,毛利率13.40%,净利率4.54%。公司业绩增长得益于光伏行业需求保持高增长,公司产能持续释放及管理运营能力的提升。

◆ N型 TOPCon 项目积极推进，电池技术效率再创行业新高

据 CPIA 数据,2022 年 N 型 TOPCon 电池市场占有率约为 8.3%,总产量约为 20GW;在产业化规模加大、辅材供应稳定的背景下,根据 InfoLink 预计 2023 年市占率将上升至 20.0%以上,产量达约 120GW。公司 2023 年上半年电池组件实现营收 20.41 亿元、同比+89.70%,营收占比提升至 35.43%,毛利率为 9.61%、同比+5.62pct,业绩增长突出。公司积极推进大尺寸 N 型电池项目,泰州中来累计出货已超 8GWN 型产品;山西年产 16GW 高效单晶电池项目一期(8GW)的剩余 4GW 正在调试爬坡,二期 8GW 项目加速推进。

公司电池技术不断进步,持续提升行业竞争力,目前量产产线为 J-TOPCon2.0 技术,采用 POPAID 技术,具有无电镀、无漏电、良率高和安全性等优势,量产效率达 25.5%,实验室转换效率达 26.7%。公司成功研发 TOPCon 注入金属化技术,积极布局 J-TBC 和 J-Tandem (钙钛矿-硅叠层电池) 电池技术,预计新一代 J-TOPCon 效率可达 25%-27%,J-TBC 效率将达 26-28%;2025 年开始,J-Tandem 效率预计可超过 28%。

◆ 背板龙头稳固，透明背板前景广阔，环境友好型背板产品发布

据 CPIA 预测,2023 年全行业组件产量将超过 433.1GW,对应背板需求约为 12.5 亿平方米。在 N 型电池市占率不断提高的助推下,组件双面率相应提升,据 CPIA 预测,组件双面率将由 2022 年的 40.4%,在 2024 提升至 50%以上,成为市场主流,玻璃背板和透明背板市场占有率将有望逐步提升。公司在背板领域龙头地位稳固,目前背板产能达 2.5 亿平方米,累计发货达 240GW。

据公司数据,对比双玻组件,使用透明背板的双面组件发电量平均增益约 1.29%,度电成本有效降低;对比背面玻璃,透明网格背板透光率增益 3.5%。同时双面单玻+透明背板组件较传统单玻组件重量轻 17%,具有自清洁能力强、适用广泛、运输安装方便等优势。公司积极推进年产 2.5 亿平方米光伏背板项目,新建产能可实现全系列涂覆型产品的生产切换,提高透明背板产能的同时也为规模化量产提供基础。2023 年 5 月公司发布环境友好型新产品陶瓷背板,具有无氟、抗紫外、抗老化、高硬度、高安全等特性,获得“陶瓷背板碳足迹证书”。

◆ 浙能国资多方协助，电站业务持续扩张

2023 年上半年浙能电力控股公司以来,受益于国有资本所带来的资金、渠道资源及抗风险能力,国有资本和民营资本融合优势让公司市场开拓力度得以进一步加强。公司上下游项目均在筹划布局当中,上游硅料项目已取得山西省企业投资项目备案证;下游光伏应用方面,公司户用分布式业务已覆盖 23 个省份,在山西、广东、江苏等多地开拓工商业分布式项目,融合央国企合作优势,拓宽产品系统的应用布局。子公司中来民生累计开发分布式光伏 1.3GW,截至 2023H1 向上海源烨累计交付 3GW 电站。

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,公司有望受益;预计公司 2023~2025 年归母净利润 8.06 亿/13.14 亿/18.75 亿,对应当前 PE 估值 16/10/7 倍,维持“买入”评级。

投资评级

买入

维持评级

2023年09月13日

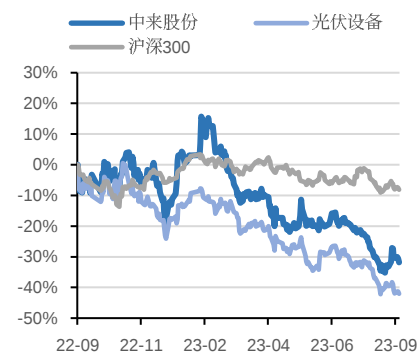
收盘价(元): 11.34

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,089.63
总市值(百万)	12,356.37
流通股本(百万股)	953.83
流通市值(百万)	10,816.47
12月最高/最低价(元)	19.70/10.70
资产负债率(%)	73.35
每股净资产(元)	3.82
市盈率(TTM)	30.37
市净率(PB)	2.97
净资产收益率(%)	5.68

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

【中航新能源】中来股份背板龙头地位稳固, TOPCon 产能释放在即, 国资入主资源丰富 —2023-05-09

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

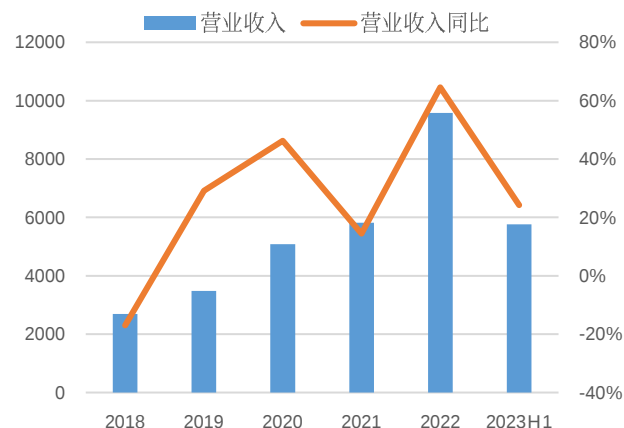
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

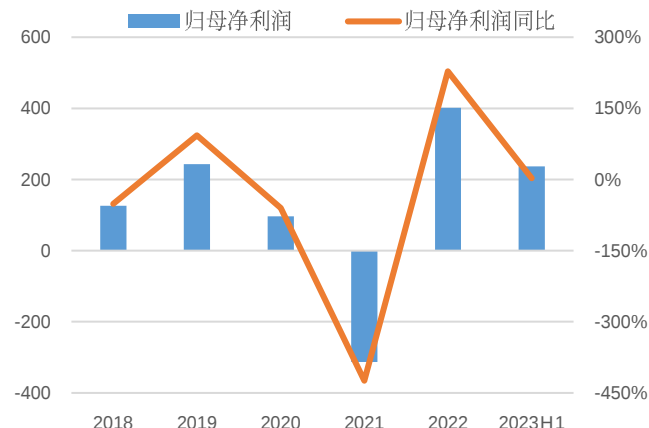
◆ 风险提示：全球经济不景气，新能源需求下行；光伏产业内竞争格局恶化；原材料价格大幅度波动；新技术替代晶硅产品；公司产能投放不及预期；欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5819.54	9576.79	15106.50	22199.49	30083.64
增长率（%）	14.45%	64.56%	57.74%	46.95%	35.52%
归母净利润（百万元）	-313.36	401.39	806.28	1314.47	1874.76
增长率（%）	-424.19%	228.09%	100.87%	63.03%	42.62%
毛利率（%）	11.52%	15.63%	16.87%	17.23%	18.17%
每股收益（元）	-0.29	0.37	0.74	1.21	1.72
市盈率 PE	-40.16	31.35	15.61	9.57	6.71
市净率 PB	3.71	3.24	2.72	2.16	1.67
净资产收益率 ROE（%）	-9.25%	10.33%	17.44%	22.59%	24.91%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

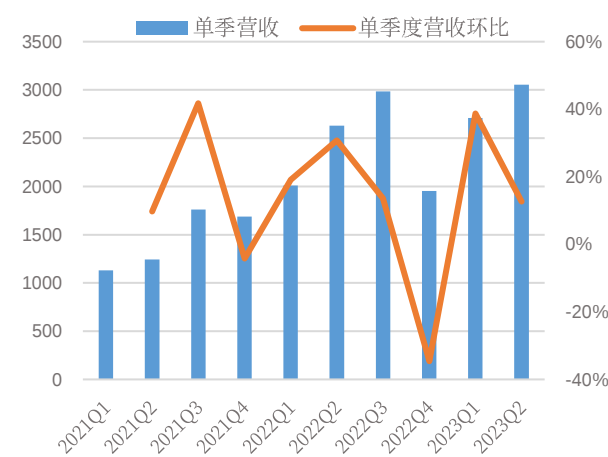
图1 近年公司营业收入情况(百万元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

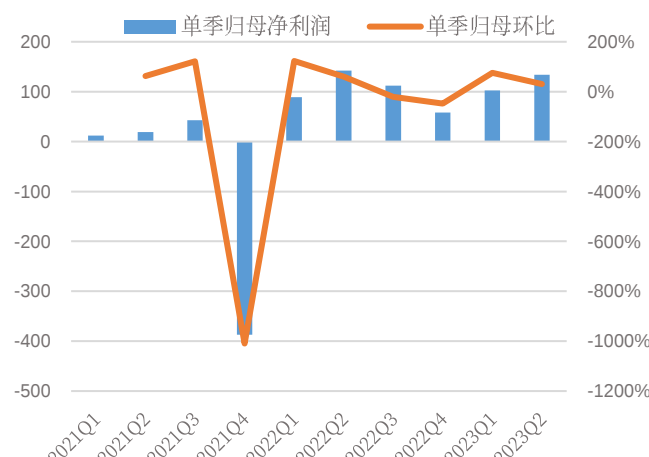
图2 近年公司归母净利润情况(百万元)


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

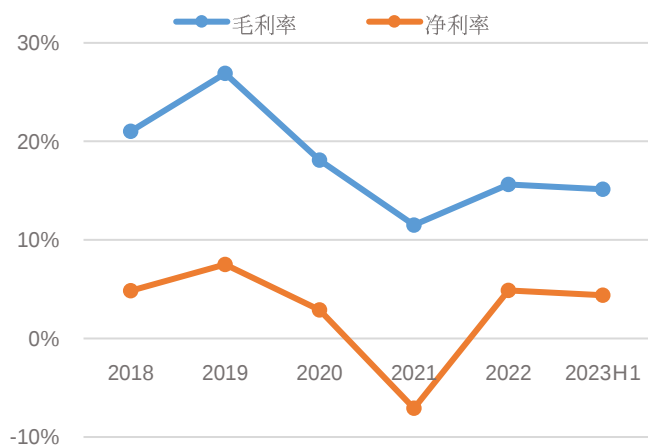
图3 2021 年至今分季度营收情况(百万元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

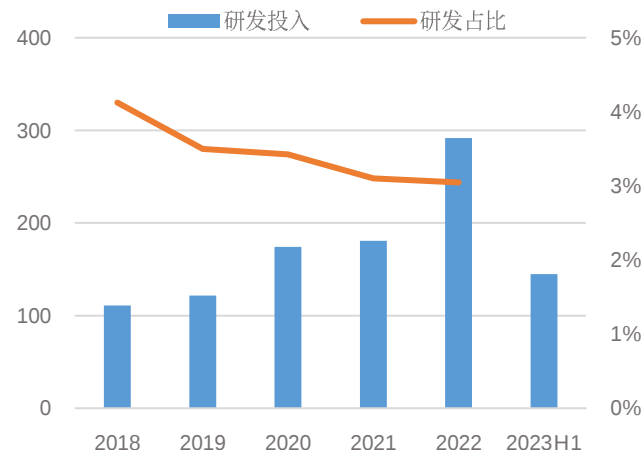
图4 2021 年至今分季度归母净利润情况(百万元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

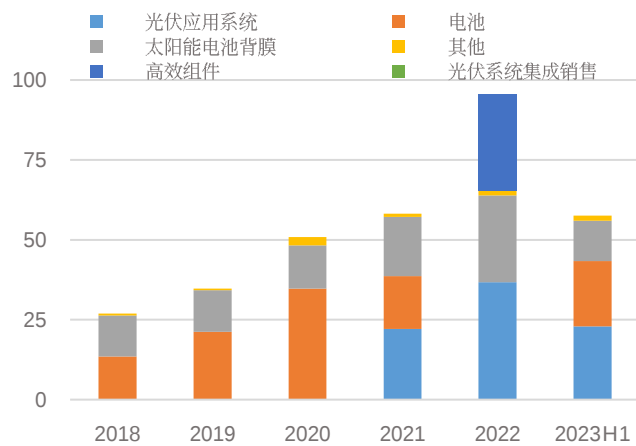
注:2021 年公司亏损原因为旧产线计提资产减值

图5 公司毛利率与净利率情况


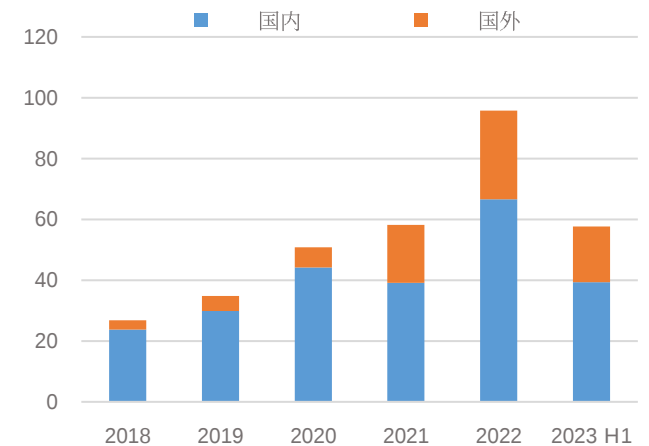
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司研发投入情况(百万元)


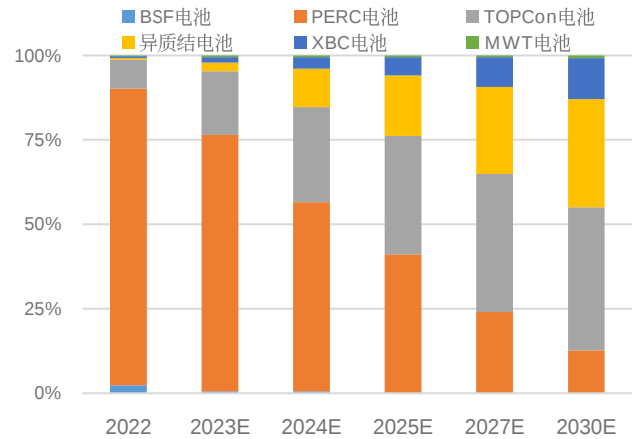
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 公司分业务营收情况(亿元)


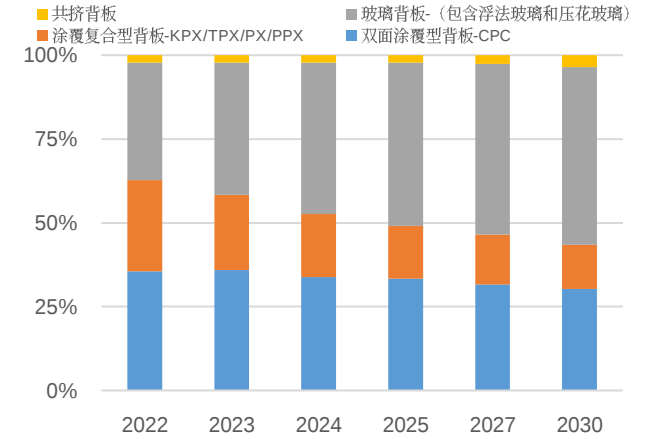
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图8 公司分地区营收情况(亿元)


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 各类型背板市占率情况及预测


资料来源：CPIA，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	2055	3413	5194	营业收入	5820	9577	15106	22199	30084
应收票据及账款	1826	3868	6084	9336	12693	营业成本	5149	8080	12557	18374	24618
预付账款	139	216	337	499	668	税金及附加	20	27	44	63	81
其他应收款	28	81	132	195	288	销售费用	117	162	193	300	421
存货	1608	2736	4300	6293	8431	管理费用	245	340	400	588	812
其他流动资产	156	727	861	1589	2146	研发费用	181	292	385	555	737
流动资产总计	6245	10616	13771	21324	29419	财务费用	-38	-38	90	12	-0
长期股权投资	255	137	187	262	382	资产减值损失	-462	-65	-54	-84	-105
固定资产	2249	2836	2450	2322	2226	信用减值损失	-59	-101	-45	-67	-90
在建工程	418	553	735	743	726	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	72	108	82	56	31	投资收益	-82	69	57	82	127
长期待摊费用	47	48	24	28	33	公允价值变动损益	5	-1	-100	-45	-50
其他非流动资产	2854	2706	2838	3008	3229	资产处置收益	-8	-0	10	10	10
非流动资产合计	5895	6388	6316	6420	6627	其他收益	41	26	30	30	30
资产总计	12139	17003	20087	27743	36046	营业利润	-418	642	1334	2233	3336
短期借款	1213	3253	0	0	0	营业外收入	9	2	10	10	10
应付票据及账款	4222	5128	8395	12585	15917	营业外支出	9	9	5	5	5
其他流动负债	1562	2159	4456	6657	9734	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6997	10540	12850	19242	25651	利润总额	-418	635	1339	2238	3341
长期借款	427	651	504	368	236	所得税	-5	168	402	727	1186
其他非流动负债	649	1181	1233	1240	1280	净利润	-412	468	938	1511	2155
非流动负债合计	1076	1832	1737	1608	1516	少数股东损益	-99	67	131	196	280
负债合计	8072	12372	14587	20851	27167	归属母公司净利润	-313	401	806	1314	1875
股本	1090	1090	1090	1090	1090	EBITDA	-154	894	2232	3197	4440
资本公积	1851	1944	1944	1944	1944	NOPLAT	-502	349	1085	1549	2190
留存收益	448	852	1590	2786	4492	EPS (元)	-0.29	0.37	0.74	1.21	1.72
归属母公司权益	3388	3886	4624	5820	7526						
少数股东权益	679	745	877	1073	1353						
股东权益合计	4067	4631	5500	6893	8879						
负债和股东权益	12139	17003	20087	27743	36046						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-412	468	936	1456	2076	成长能力					
折旧与摊销	302	297	803	947	1099	营收增长率	14.45%	64.56%	57.74%	46.95%	35.52%
财务费用	-38	-38	90	12	-0	营业利润增长率	-	253.80%	107.74%	67.37%	49.37%
投资损失	82	-69	-57	-82	-127	EBIT 增长率	-	230.93%	139.30%	57.42%	48.47%
营运资金变动	5	-2222	1449	196	90	EBITDA 增长率	-	678.83%	149.71%	43.21%	38.88%
其他经营现金流	413	404	71	34	22	归母净利润增长率	-	228.09%	100.87%	63.03%	42.62%
经营性现金净流	351	-1161	3293	2562	3160	经营现金流增长率	294.52%	-	383.60%	-22.19%	23.34%
资本支出	473	265	498	798	925	盈利能力					
长期投资	-344	-226	0	0	0	毛利率	11.52%	15.63%	16.87%	17.23%	18.17%
其他投资现金流	176	-363	-182	-106	-133	净利率	-7.09%	4.89%	6.21%	6.81%	7.16%
投资性现金净流	-641	-854	-681	-904	-1058	营业利润率	-7.18%	6.71%	8.83%	10.06%	11.09%
短期借款	-146	2040	-3253	0	0	ROE	-9.25%	10.33%	17.44%	22.59%	24.91%
长期借款	238	224	-147	-135	-133	ROA	-2.58%	2.36%	4.01%	4.74%	5.20%
普通股增加	311	0	0	0	0	ROIC	-10.13%	9.33%	16.83%	28.52%	36.27%
资本公积增加	-271	93	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	305	-245	-144	-165	-188	P/E	-	3135.42	1560.89	957.43%	671.30%
筹资性现金净流	438	2112	-3544	-300	-321	P/S	216.26%	131.41%	83.31%	56.69%	41.83%
现金流量净额	132	144	-932	1357	1781	P/B	371.44%	323.88%	272.20%	216.25%	167.23%
						股息率	0.00%	0.35%	0.54%	0.94%	1.34%
						EV/EBIT	-	3132.83	936.95%	569.00%	358.02%
						EV/EBITDA	-	2093.16	599.92%	400.48%	269.38%
						EV/NOPLAT	-	5354.33	1233.69	826.63%	546.20%

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送发或为任何就送发、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