中来股份（300393.SZ）22 年年报及 23 年一季报点评：背板、电池片建设稳步推进，光伏应用业务快速发展

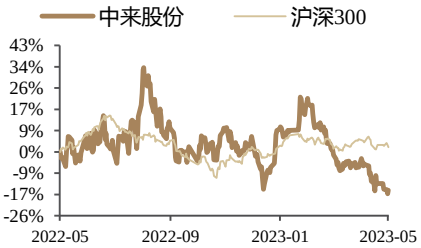
买入（维持）

所属行业：电气设备
当前价格(元)：13.37

证券分析师
彭广春
资格编号：S0120522070001
邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.91	-16.18	-30.44
相对涨幅(%)	-6.84	-15.60	-27.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《中来股份（300393.SZ）：产能建设符合预期，N 型电池片效率创纪录》，2023.4.10
2.《中来股份（300393.SZ）：背板、N 型、户用三轮驱动，作绿色能源深耕者》，2022.11.28

投资要点

- **事件：**公司 2022 年实现营业收入 95.77 亿元，同比增长 64.56%，归属上市公司股东净利润 4.01 亿，同比增长 228.09%。归属上市公司股东扣非净利润 2.79 亿，同比增长 176.15%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 27.08 亿元，同比增长 34.78%，归属于上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比增长 15.68%，归属于上市公司股东扣非净利润 1.26 亿元，同比增长 62.09%。

- **公司背板产能稳步增加，近年基本满产满销。**公司专注光伏先进辅材研发制造，是全球领先的太阳能背板制造商，具备全系列背板生产制造能力。根据华经产业研究院整理资料显示，2021 年公司背板出货量位居全球第一。公司背板 2022 年生产 2.53 亿平米，销售 2.47 亿平，2021 年生产 1.67 亿平，销售 1.68 亿平，产量、销量都维持增长，基本满产满销。公司积极加快推进背板产能的扩充，2022 年公司完成了年产 5,000 万平方米背板扩产项目，已具备年产 2.2 亿平方米背板产能。截至 2022 年末，公司背板产品累计发货超过 210GW，户外稳定运行超 14 年，终端客户零投诉，公司背板业务在背板行业中处于优势地位。

- **公司高效电池片项目建设进展顺利，高效组件具有一定品牌优势。高效电池片方面。**公司全资子公司山西中来光电是山西省光伏产业链“链主”企业，正在投建“年产 16GW 高效单晶电池智能工厂项目”，其中一期 8GW 中首批 4GW 已经量产，目前正在积极推进一期剩余 4GW 及二期 8GW 项目。截至 4 月 26 日，公司 N 型 TOPCon16BB 主栅高效电池量产平均转换效率可达 25.2%，公司 N 型 TOPCon 电池量产技术水平以及电池转换效率在行业内处于前列。高效组件方面，公司控股子公司泰州中来光电是国内最早一批从事高效 N 型 TOPCon 双面电池及组件研发并实现 GW 级量产的专业化企业，获得国家绿色工厂、国家绿色供应链管理示范企业、国家专精特新小巨人称号；依托公司高效产品之品质、安全性能以及可为客户带来的价值优势，泰州中来光电 N 型高效产品自 2016 年以来累计出货量已超过 7GW，获得全球范围内多家客户的认可，具备了一定的品牌优势。

- **在“整县推进”下，公司户用光伏系统快速发展。**公司光伏应用业务主要为分布式户用光伏 EPC 业务，受益于公司早期对光伏应用业务的布局，公司建立了“一县一代”代理商模式，并通过自主研发上线了“Solar Town 电站全生命周期管理服务系统”，该系统贯穿光伏电站前期立项、中期施工管理、后期运维监控、电站运营等全过程，实现了光伏电站全生命周期的大数据管理与集约化智能运维，有效提升了专业化、精细化、标准化、智能化水平。此外，2021 年起国家提出“整县推进”等多项政策，在政策支持下，公司户用分布式业务快速发展。2022 年中来民生累计开发分布式光伏 1.94GW，在 EPC 合作业务项下向上海源烨交付 1.52GW 光伏电站，截至 2022 年末累计向上海源烨交付近 2.2GW 电站。

- **投资建议：**公司作为光伏背板龙头，背板产能不断扩展，毛利率维持较高水平，龙头地位稳固。电池及组件业务随着新产能的不断释放，在未来原材料价格下降的背景下盈利能力也将明显提高。下游绑定央企，随着分布式市场的整县推进，公司光伏应用系统业务在手订单充足。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 9.3/15.64/22.59 亿元，对应 2023 年 5 月 10 日收盘价 PE 为 16X/9X/7X,维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**产业链价格波动风险，行业政策变化风险，终端需求不足风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,089.63
流通 A 股(百万股):	953.89
52 周内股价区间(元):	13.15-21.18
总市值(百万元):	14,568.32
总资产(百万元):	17,462.47
每股净资产(元):	3.68

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,820	9,577	20,138	27,867	32,766
(+/-)YOY(%)	14.4%	64.6%	110.3%	38.4%	17.6%
净利润(百万元)	-313	401	930	1,564	2,076
(+/-)YOY(%)	-424.2%	228.1%	131.7%	68.2%	32.7%
全面摊薄 EPS(元)	-0.29	0.37	0.85	1.44	1.91
毛利率(%)	11.5%	15.6%	15.3%	16.0%	16.2%
净资产收益率(%)	-9.2%	10.3%	19.3%	17.5%	18.9%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.85	1.44	1.91
每股净资产	3.57	4.42	8.19	10.09
每股经营现金流	-1.07	5.49	0.56	6.39
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	40.05	15.66	9.31	7.02
P/B	4.16	3.03	1.63	1.32
P/S	1.52	0.72	0.52	0.44
EV/EBITDA	20.97	5.72	3.70	1.98
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.6%	15.3%	16.0%	16.2%
净利润率	4.9%	5.8%	6.9%	7.8%
净资产收益率	10.3%	19.3%	17.5%	18.9%
资产回报率	2.4%	3.0%	4.3%	4.5%
投资回报率	4.4%	11.3%	12.0%	12.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	64.6%	110.3%	38.4%	17.6%
EBIT 增长率	740.4%	212.0%	54.0%	30.9%
净利润增长率	228.1%	131.7%	68.2%	32.7%
偿债能力指标				
资产负债率	72.8%	81.1%	71.5%	72.4%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	79.2	74.0	75.5	75.6
存货周转天数	96.8	84.9	87.9	88.4
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.7
固定资产周转率	3.5	5.0	5.4	4.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	401	930	1,564	2,076
少数股东损益	67	244	371	483
非现金支出	462	653	799	1,069
非经营收益	251	152	203	234
营运资金变动	-2,342	4,002	-2,332	3,102
经营活动现金流	-1,161	5,981	605	6,965
资产	-796	-2,442	-2,450	-3,350
投资	-226	22	32	43
其他	168	20	28	33
投资活动现金流	-854	-2,400	-2,390	-3,274
债权募资	2,118	1,971	1,141	1,234
股权募资	2	0	2,540	0
其他	-8	-164	-218	-254
融资活动现金流	2,112	1,807	3,463	980
现金净流量	144	5,389	1,678	4,671

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,577	20,138	27,867	32,766
营业成本	8,080	17,062	23,399	27,460
毛利率%	15.6%	15.3%	16.0%	16.2%
营业税金及附加	27	60	84	92
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	162	302	404	469
营业费用率%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	340	624	850	986
管理费用率%	3.6%	3.1%	3.0%	3.0%
研发费用	292	524	697	524
研发费用率%	3.0%	2.6%	2.5%	1.6%
EBIT	547	1,707	2,628	3,441
财务费用	-38	134	135	153
财务费用率%	-0.4%	0.7%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-65	-140	-139	-115
投资收益	69	20	28	33
营业利润	642	1,444	2,370	3,192
营业外收支	-7	1	0	0
利润总额	635	1,445	2,370	3,192
EBITDA	844	2,220	3,288	4,395
所得税	168	270	435	632
有效所得税率%	26.4%	18.7%	18.4%	19.8%
少数股东损益	67	244	371	483
归属母公司所有者净利润	401	930	1,564	2,076

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,987	8,376	10,054	14,725
应收账款及应收票据	3,277	6,496	7,209	8,924
存货	2,736	5,312	6,110	7,370
其它流动资产	1,616	2,436	2,943	3,530
流动资产合计	10,616	22,620	26,316	34,548
长期股权投资	137	115	83	40
固定资产	2,775	4,001	5,186	7,646
在建工程	553	1,082	1,506	1,285
无形资产	108	107	105	104
非流动资产合计	6,388	8,146	9,752	11,978
资产总计	17,003	30,766	36,069	46,526
短期借款	3,253	4,224	5,365	6,600
应付票据及应付账款	5,128	14,430	12,875	18,935
预收账款	2	2	2	2
其它流动负债	2,157	3,472	4,714	5,316
流动负债合计	10,540	22,128	22,956	30,853
长期借款	598	1,598	1,598	1,598
其它长期负债	1,234	1,234	1,234	1,234
非流动负债合计	1,832	2,832	2,832	2,832
负债总计	12,372	24,961	25,788	33,685
实收资本	1,090	1,090	1,090	1,090
普通股股东权益	3,886	4,816	8,920	10,996
少数股东权益	745	990	1,360	1,844
负债和所有者权益合计	17,003	30,766	36,069	46,526

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019 年新财富入围、水晶球第三，2022 年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。
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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。