

**中来股份(300393)/电源设备**
**业绩符合预期, 发布 J-TOPCon 2.0 电池技术**
**评级: 增持(维持)**

市场价格: 12.07

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

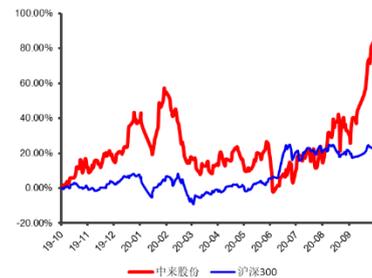
Email: suchen@r.qizq.com.cn

分析师: 花秀宁

执业证书编号: S0740519070001

**基本状况**

总股本(百万股)	778
流通股本(百万股)	528
市价(元)	12.07
市值(百万元)	9394
流通市值(百万元)	6371

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 牵手贵州国资, 背板龙头迎新发展

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2691.84	3477.90	5735.68	6909.94	9183.98
增长率 yoy%	-16.99%	29.20%	64.92%	20.47%	32.91%
净利润	125.74	243.20	358.39	510.02	721.92
增长率 yoy%	-51.37%	93.41%	47.36%	42.31%	41.55%
每股收益(元)	0.16	0.31	0.46	0.66	0.93
每股现金流量	-2.85	0.47	0.92	0.48	0.92
净资产收益率	5.01%	8.70%	10.25%	13.85%	17.02%
P/E	74.71	38.63	26.21	18.42	13.01
PEG	1.24	0.90	2.09	0.31	0.30
P/B	3.74	3.36	2.69	2.55	2.21

注: 股价为 10 月 19 日收盘价

**投资要点**

- 事件:** 公司公布 2020 年三季度报, 实现营业收入 36.21 亿元, 同比增长 44.85%; 归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 15.73%, 扣非归母净利润 2.58 亿元, 同比增加 24.02%; EPS 0.35 元, ROE 6.94%。其中, 3Q20 实现营业收入 15.88 亿元, 同比增加 18.36%; 归母净利润 1.53 亿元, 同比增加 33.35%, 扣非归母净利润 1.19 亿元, 同增 3.34%; EPS 0.20 元, ROE 4.12%, 业绩符合预期。
- 盈利能力基本持平, 费用率下降。** 3Q20 公司毛利率和净利率分别为 20.80%/11.88%, 同比分别变化 -9.87/+2.28PCT, 环比分别变化 -0.54/+2.16PCT。3Q20 公司期间费用 7.64%, 同降 2.93PCT, 销售/管理/财务费用率分别为 2.26%/6.38%/-1.00%, 同比分别变化 +0.06/+0.14/-3.13PCT, 整体处于下降趋势。
- 光伏高景气, 背板新产品不断导入。** 我们预计全球 2021 年是光伏需求大年, 新增装机或达 170GW, 同增约 40%, 同时 4Q20 需求或超 40GW, 单季度需求超历史最高水平。在行业高景气背景下, 公司新产品透明网格背板具有透光率高、抗 PID 性能优越、重量轻、可靠性高、组件良品率高、与现有组件产线完全兼容等优势, 得到了客户的广泛认可, 已经成为公司核心的技术产品。
- 发布最新 J-TOPCon 2.0 电池技术, 卡位 TOPCon 路线。** 降本增效是光伏行业永恒主题, 尤其是高效化, 在此过程中, N 型单晶双面 TOPCon 电池采用超薄二氧化硅隧道层和掺杂多晶硅形成的隧道结来钝化晶体硅界面, 是目前转化效率较高的晶硅太阳能电池结构之一。公司官方公众号报道, 10 月 15 日公司发布最新 J-TOPCon 2.0 电池技术, 采用领先水平的 POPAID 技术, 目前量产效率已达到 24%, 明年可达 24.5%, 保持着行业中技术领先的地位。
- 投资建议:** 我们预计 2020-2022 年分别实现净利 3.58、5.10 和 7.22 亿元, 同比分别增长 47.36%、42.31%、41.55%, 当前股价对应三年 PE 分别为 26、18、13 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示事件:** 光伏新增装机波动, 技术更新及产品开发的的风险。

图表 1: 公司财务数据预测 (百万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,691.8	3,477.9	5,735.7	6,909.9	9,184.0	成长性					
减: 营业成本	2,126.4	2,542.5	4,538.9	5,469.9	7,269.0	营业收入增长率	-17.0%	29.2%	64.9%	20.5%	32.9%
营业税费	15.5	14.2	20.1	24.2	32.1	营业利润增长率	-50.1%	118.4%	42.2%	43.3%	41.9%
销售费用	82.0	84.4	229.4	234.9	303.1	净利润增长率	-51.4%	93.4%	47.4%	42.3%	41.5%
管理费用	133.5	148.4	315.5	373.1	459.2	EBITDA增长率	-13.6%	124.6%	-9.5%	27.4%	32.3%
财务费用	65.3	108.9	123.2	82.0	93.7	EBIT增长率	-29.0%	162.5%	-16.7%	28.2%	39.1%
资产减值损失	60.3	-48.1	-	-	-	NOPLAT增长率	-46.1%	82.9%	35.4%	28.2%	39.1%
加: 公允价值变动收益	-	20.9	-	-	-	投资资本增长率	22.3%	0.4%	54.7%	-11.4%	39.8%
投资和汇兑收益	11.7	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1	净资产增长率	-3.2%	36.3%	20.4%	5.0%	13.6%
营业利润	161.5	352.7	501.5	718.8	1,019.8	利润率					
加: 营业外净收支	-5.0	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	毛利率	21.0%	26.9%	20.9%	20.8%	20.9%
利润总额	156.5	348.6	497.4	714.7	1,015.7	营业利润率	6.0%	10.1%	8.7%	10.4%	11.1%
减: 所得税	26.0	87.4	124.4	178.7	253.9	净利率	4.7%	7.0%	6.2%	7.4%	7.9%
净利润	125.7	243.2	358.4	510.0	721.9	EBITDA/营业收入	15.7%	27.3%	15.0%	15.8%	15.7%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	10.6%	21.6%	10.9%	11.6%	12.1%
货币资金	965.8	1,100.5	1,814.9	2,186.4	2,906.0	运营效率					
交易性金融资产	-	670.9	670.9	670.9	670.9	固定资产周转天数	196	204	170	164	131
应收账款	725.6	735.1	1,654.8	1,224.4	2,602.3	流动营业资本周转天数	127	76	59	50	49
应收票据	690.5	287.4	1,305.9	613.5	1,937.6	流动资产周转天数	468	383	366	361	346
预付账款	87.1	74.5	177.7	126.2	277.6	应收账款周转天数	100	76	75	75	75
存货	516.0	767.8	1,501.6	1,233.3	2,401.2	存货周转天数	73	66	71	71	71
其他流动资产	188.1	594.7	325.9	366.2	425.6	总资产周转天数	815	755	637	594	535
可供出售金融资产	31.3	-	25.1	18.8	14.6	投资资本周转天数	322	275	213	202	171
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	105.7	141.7	154.1	178.4	196.7	ROE	5.0%	8.7%	10.3%	13.9%	17.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	3.0%	3.2%	4.8%	4.7%
固定资产	1,520.0	2,414.6	2,990.1	3,307.6	3,386.4	ROIC	8.7%	13.1%	17.6%	14.6%	22.9%
在建工程	438.0	39.8	39.8	39.8	39.8	费用率					
无形资产	136.3	131.3	156.0	160.4	173.1	销售费用率	3.0%	2.4%	4.0%	3.4%	3.3%
其他非流动资产	597.0	1,646.8	872.3	1,002.7	1,132.4	管理费用率	5.0%	4.3%	5.5%	5.4%	5.0%
资产总额	6,001.5	8,595.0	11,689.0	11,128.5	16,164.1	财务费用率	2.4%	3.1%	2.1%	1.2%	1.0%
短期债务	758.9	1,046.4	1,428.7	1,249.6	2,504.8	二费/营业收入	10.4%	9.8%	11.6%	10.0%	9.3%
应付账款	564.9	1,011.1	1,762.7	1,580.0	2,862.1	偿债能力					
应付票据	598.5	750.9	1,644.7	1,242.2	2,594.2	资产负债率	57.2%	59.3%	63.9%	60.2%	68.9%
其他流动负债	156.4	372.5	336.4	327.5	421.5	负债权益比	133.7%	145.5%	177.3%	151.4%	221.5%
长期借款	847.0	460.9	835.7	267.2	850.6	流动比率	1.53	1.33	1.44	1.46	1.34
其他非流动负债	507.9	1,452.6	1,465.8	2,034.5	1,903.3	速动比率	1.28	1.09	1.15	1.18	1.05
负债总额	3,433.7	5,094.4	7,473.9	6,701.1	11,136.5	利息保障倍数	4.38	6.89	5.07	9.77	11.88
少数股东权益	56.1	704.3	719.0	745.0	784.9	分红指标					
股本	241.0	359.1	778.3	778.3	778.3	DPS(元)	0.12	0.19	0.29	0.41	0.58
留存收益	2,415.1	2,369.8	2,717.7	2,904.1	3,464.4	分红比率	76.7%	62.2%	62.2%	62.2%	62.2%
股东权益	2,567.8	3,500.6	4,215.0	4,427.4	5,027.6	股息收益率	1.0%	1.6%	2.4%	3.4%	4.8%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
净利润	130.6	261.3	358.4	510.0	721.9	EPS(元)	0.16	0.31	0.46	0.66	0.93
加: 折旧和摊销	137.8	200.9	233.7	292.6	332.7	BVPS(元)	3.23	3.59	4.49	4.73	5.45
资产减值准备	60.3	159.1	-	-	-	PE(X)	74.7	38.6	26.2	18.4	13.0
公允价值变动损失	-	-20.9	-	-	-	PB(X)	3.7	3.4	2.7	2.6	2.2
财务费用	90.9	167.9	123.2	82.0	93.7	P/FCF	-37.5	8.3	-24.8	11.5	9.5
投资收益	-11.7	7.1	7.1	7.1	7.1	P/S	3.5	2.7	1.6	1.4	1.0
少数股东损益	4.8	18.1	14.7	26.0	39.9	FV/EBITDA	8.9	5.3	11.7	8.6	7.1
营运资金的变动	-842.6	-3,195.5	-93.6	637.6	-1,507.0	CAGR(%)	60.1%	42.9%	12.5%	60.1%	42.9%
经营活动产生现金	11.0	110.7	643.5	1,555.2	-311.8	PEG	1.2	0.9	2.1	0.3	0.3
投资活动产生现金	-219.6	-1,394.1	-666.1	-615.3	-427.1	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.8	1.5	2.3
融资活动产生现金	-478.6	1,453.2	937.0	-568.4	1,458.5	REP	1.6	1.4	1.4	1.7	0.9

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。