

## 电气设备

2020年10月20日

## 中来股份 (300393)

——业绩符合申万宏源预期，TOPCon 电池效率持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

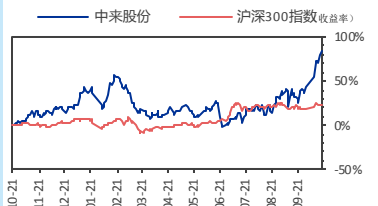
买入 (维持)

市场数据：		2020年10月19日
收盘价(元)		12.07
一年内最高/最低(元)		19.46/6.3
市净率		2.5
息率(分红/股价)		2.90
流通A股市值(百万元)		6371
上证指数/深证成指		3312.67/13421.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2020年09月30日
每股净资产(元)		4.88
资产负债率%		51.41
总股本/流通A股(百万)		778/528
流通B股/H股(百万)		-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

张雷 A0230519100003  
zhanlei@swsresearch.com

## 研究支持

陈明雨 A0230120040001  
chenmy@swsresearch.com  
黄华栋 A0230120050002  
huanghd@swsresearch.com

## 联系人

陈明雨  
(8621)23297818×转  
chenmy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司于2020年10月20日发布2020年三季报：2020年前三季度，公司实现营业总收入36.21亿元，同比增长44.85%；实现归母净利润2.63亿元，同比增长15.73%。

## 投资要点：

- 业绩符合申万宏源预期，盈利能力环比回升。**2020年前三季度，公司实现营业总收入36.21亿元，同比增长44.85%；实现归母净利润2.63亿元，同比增长15.73%。2020第三季度，公司实现营业总收入15.88亿元，同比增长18.36%；实现归母净利润1.53亿元，同比增长33.35%，与半年报相比增速由负转正。公司营收及业绩增长主要系高效电池业务以及电站业务增加所致，随着光伏行业需求持续回暖，公司高效电池及电站业务盈利能力逐步回升。
- N型TOPCon电池转换效率领先，组件产能释放增强产品交付能力。**公司自主研发的N型TOPCon高效双面电池量产转换效率已达到23.5%，单片最高效率23.8%，相比2019年底提升0.3个百分点。公司2021年电池目标效率为24.5%，2025年电池转化效率达到25.5%以上。产能方面，TOPCon电池年产能已达到2.1GW，截至2020年6月，公司“N型双面高效电池配套2GW组件项目”的组件生产线已进入调试阶段并部分投产。公司TOPCon双面组件产品在中东、欧洲等市场获得了广泛的认可，报告期内，电池及组件海外销售主要覆盖在中东、荷兰、德国、智利、日本等国家，其中，公司向全球最大的N型双面电站阿曼IbrII项目供应高效电池产品458MW，供货占比达80%。
- 背板业务保持稳健，自主研发透明背板打破应用壁垒。**截至2020年6月，公司背板累计出货量已达到5亿平方米，技术及质量可靠性获得市场认可。在高功率、大尺寸双面的光伏时代，公司自主设计并研发透明及透明网格背板，具有重量轻、无爆裂风险、发电量相对较高、抗PID性能优异、可以使用EVA封装、BOM成本低、供应链成熟、降本空间大等优势，价格相较于玻璃有更大的优势，市场价值逐步凸显。同时公司于2020年8月推出了透明背板HauberkTech技术，实现了超强耐紫外、超高透光率两大突破，公司自主研发的核心技术——高透明有机无机纳米杂化合金技术，使背板透光率超93%，耐紫外能力远超传统背板。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级：公司是光伏背板龙头，N型高效电池进展顺利。**我们预计20-22年公司归母净利润分别为3.57、5.68、7.35亿元；对应20-22年EPS分别为0.46、0.73、0.94元/股，目前股价对应PE分别为26倍、17倍、13倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**全球光伏需求不达预期；TOPCon电池转换效率提升不达预期。

## 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,478	3,621	5,232	7,950	9,923
同比增长率(%)	29.2	44.8	50.4	51.9	24.8
归母净利润(百万元)	243	263	357	568	735
同比增长率(%)	93.4	15.7	46.6	59.4	29.3
每股收益(元/股)	0.68	0.34	0.46	0.73	0.94
毛利率(%)	26.9	21.1	20.1	20.3	20.4
ROE(%)	8.7	6.9	9.3	13.0	14.4
市盈率	18		26	17	13

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

表 1：利润表（单位：百万元、元/股）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	3,243	2,692	3,478	5,232	7,950	9,923
其中：营业收入	3,243	2,692	3,478	5,232	7,950	9,923
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	2,974	2,594	3,020	4,843	7,277	9,057
其中：营业成本	2,475	2,126	2,542	4,182	6,333	7,897
其他类金融业务成本	0	-0	0	0	-0	-0
税金及附加	13	15	14	21	32	41
销售费用	77	82	84	126	191	238
管理费用	151	134	148	225	342	427
研发费用	121	111	122	183	278	347
财务费用	110	65	109	107	100	108
加：其他收益	31	52	40	50	50	50
投资收益	24	12	-7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	21	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-111	54	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-26	-60	-48	-11	0	0
资产处置收益	-0	-0	-0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	-0	0	0	0	0
三、营业利润	323	162	353	481	723	916
加：营业外收入	1	1	1	3	1	19
减：营业外支出	1	6	5	5	5	5
四、利润总额	323	157	349	479	719	929
减：所得税	62	26	87	96	108	139
五、净利润	262	131	261	383	611	790
持续经营净利润	246	133	261	383	611	790
终止经营净利润	16	-3	0	0	0	0
少数股东损益	3	5	18	27	43	55
归属于母公司所有者的净利润	259	126	243	357	568	735
六、其他综合收益的税后净额	1	0	2	0	0	0
七、综合收益总额	263	131	263	383	611	790
归属于母公司所有者的综合收益总额	260	126	245	357	568	735
八、基本每股收益	1.07	0.52	0.68	0.46	0.73	0.94
全面摊薄每股收益	0.33	0.16	0.31	0.46	0.73	0.94

资料来源：wind，申万宏源研究

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.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。