

中报符合预期，N-TOPCON 电池放量逻辑正逐步兑现

中来股份 (300393)

事件

公司发布 2019 年半年报，报告期内实现营收 11.58 亿元，同比降低 4.40%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 70.16%；扣非归母净利润 0.92 亿元，同比增长 89.60%。利润增长系高效 N-TOPCON 电池增长所致。

简评

N-TOPCON 电池放量逻辑正逐步兑现

1) 报告期内公司电池与组件业务出货 0.29GW；实现营业收入 5.38 亿元，同比增长 16.5%；毛利率 29.94%，比上年同期增长 10.88 pct。放量逻辑兑现，毛利率有较大提升，说明公司 TOPCON 项目进展顺利步入正轨，有望长期贡献持续业绩。

2) 公司 N-TOPCON 电池效率稳步提高。目前量产平均效率已达 22.67%，比年初试产效率 22.5% 提升 0.17 pct；研发最高效率 23.36%，比年初试产效率 23.05% 提升 0.31 pct。公司目前 TOPCON 产能约为 1.05GW，预计年底产能将达到 2.1GW，20-21 年产能粗略规划分别为 4GW 和 6GW。目前公司在手订单饱满，全年出货预计可达 1.0GW，成为公司利润主要增长点。

传统背板业务出货符合预期，但受累于价格战单价下滑

1) 报告期内公司背板业务累计销售超 5,000 万平方米，符合预期；实现营业收入 5.99 亿元，同比降低 18.24%；毛利率 26.71%，降低 1.23 pct。按销量 5,000 万平方米计算，则产品单价为 12 元/平方米，与 2018 年均价 14.9 元/平方米相比下滑约 20%。2) 此次产品价格下跌系竞争加剧所导致，目前行业内的主要竞争对手赛伍技术、明冠新材均在谋求上市过程中，导致行业价格战严重。公司虽有高端产品，但仍受价格战影响。预计价格战将在赛伍与明冠完成 IPO 后缓和。

背板未来看点在透明背板产品

双面发电组件对发电量的提升已得到下游运营商的认可。目前双面发电组件的封装形式可分为：1) 双面均使用光伏玻璃封装；2) 正面使用光伏玻璃、背面使用透明背板。公司推出透明背板产品应对双玻的竞争，18 年已完成验证，预计将于 19 年批量供货，从而带动背板业务重回增长。

三费占比小幅上升

报告期内公司销售、管理、财务费用率分别为 2.88%/9.53%/4.77%，合计 17.18%，与去年同期相比分别变动了 -0.11/-1.12/2.02 pct，三费率合计增长 0.79 pct。费用率上升主要因为管理费用率增长，而管理费用率增长系本期可转债应付利息增加所致。

维持
买入
王革

wanggezgs@csc.com.cn

010-86451496

执业证书编号：S1440518090003

研究助理 刘烁

liushuo@csc.com.cn

010-86451012

研究助理 张鹏

zhangpengyf@csc.com.cn

010-86451496

发布日期：2019 年 07 月 19 日

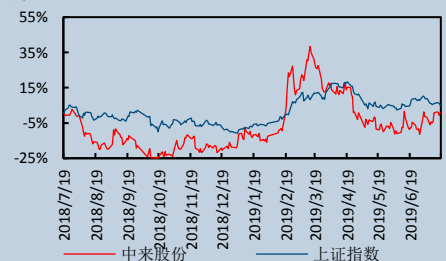
当前股价：12.06 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.84/9.45	-11.95/-1.22	1.34/-2.75
12 月最高/最低价 (元)			26.6/10.54
总股本 (万股)			35,911.4
流通 A 股 (万股)			18,096.98
总市值 (亿元)			43.31
流通市值 (亿元)			21.82
近 3 月日均成交量 (万)			271.56
主要股东			
林建伟			35.96%

股价表现



相关研究报告

19.03.26	中来股份(300393):业绩低点已过, N-TOPCON 电池即将放量
18.10.30	中来股份(300393):背膜业务下滑, 高效电池值得期待

经营现金流仍待改善

- 1) 公司现金收入比持续下降。2014-2018 年间，现金收入比一般在 70-95%。2018H1 低至 70%，而 2019H1 目前已低至 60% 左右。
- 2) 经营净现金流维持负数，预计仍需继续融资来支撑未来的扩产计划。
- 3) 存货与应收占用较多现金流。目前公司存货周转天数 138 天，应付账款周转天数 114 天，均处于近五年的顶部区间。预计在高速发展期，公司需通过资本市场融资来保持产能快速扩张，而经营现金流在一段时间内将保持目前情形。

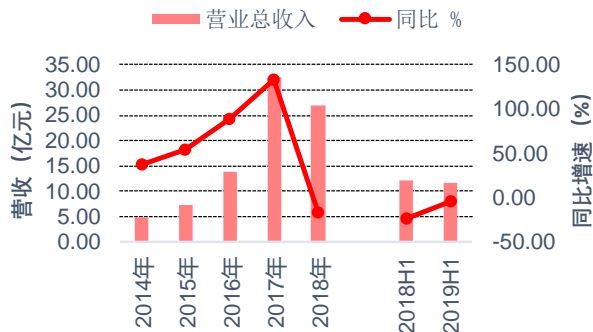
盈利预测

预计公司 19-21 年营收分别为 31.01/60.57/96.57 亿元，归母净利润为 2.78/5.23/7.75 亿元，对应 EPS 为 0.77/1.45/2.14 元，对应 PE 为 15.7/8.3/5.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

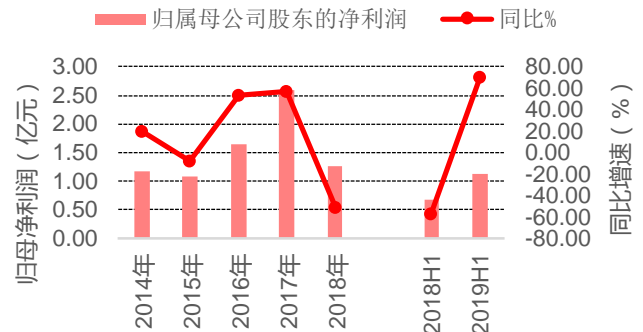
- 1) 产能投放进度不及预期；
- 2) 光伏政策不及预期。

图表1：近5年营收及同比增速



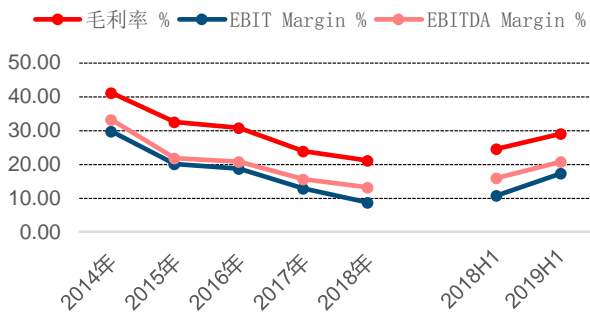
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表2：近5年归母净利润及同比增速



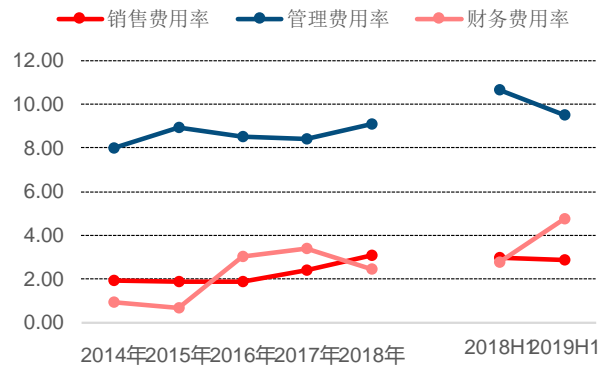
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表3: 近5年毛利率、EBIT、EBITDA



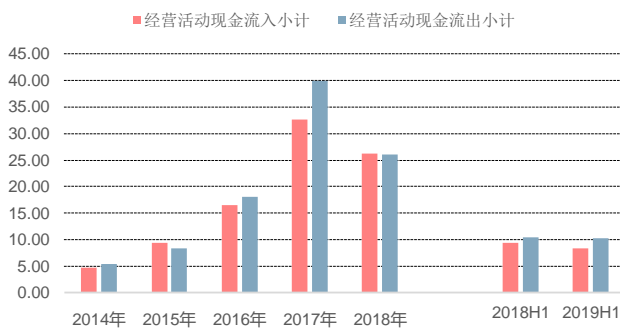
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表4: 近5年三费情况



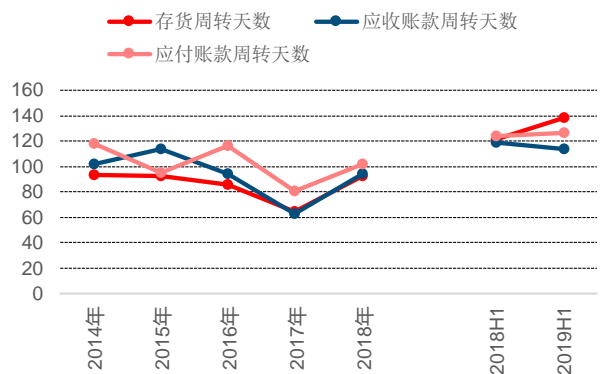
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表5: 近5年现金流量表经营净现金流



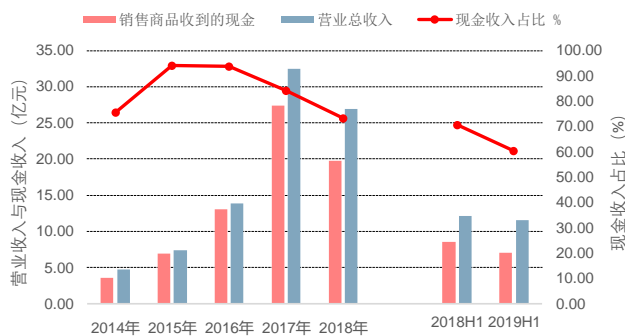
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表6: 近5年存货与应收周转天数



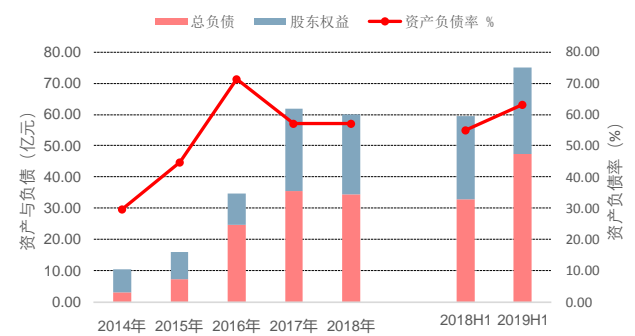
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表7: 近5年现金收入占比



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表8: 近5年公司的资本结构



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业绩表现					
收入增长率	133.7%	-17.0%	15.2%	95.3%	59.4%
净利增长率	56.6%	-51.4%	120.7%	88.6%	48.1%
EBITDA 增长率	67.3%	-13.8%	33.7%	67.5%	55.9%
EBIT 增长率	57.5%	-29.0%	44.6%	81.9%	57.1%
营业利润率	51.1%	-50.1%	115.7%	87.8%	48.1%
EBITDA Margin (%)	15.1%	15.7%	18.2%	15.6%	15.3%
ROE	10.0%	5.0%	9.9%	17.1%	23.0%
ROIC	33.3%	8.7%	12.6%	19.3%	20.9%
ROIC - WACC	3.5	0.9	1.3	2.0	2.2
价值评估					
P / E	16.7	34.4	15.7	8.3	5.6
EV / 收入	0.8	1.1	1.5	1.0	0.8
EV / EBITDA	5.1	7.2	8.4	6.3	5.2
EV / EBIT	6.2	10.7	11.4	7.9	6.5
EV / NOPLAT	7.1	16.1	14.1	9.7	8.0
EV / IC	1.1	1.1	1.5	1.3	1.1
P / B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
Dividend Yield (%)	2.8%	2.3%	2.7%	6.7%	10.4%
每股指标					
报表 EPS	0.72	0.35	0.77	1.45	2.14
经常性 EPS	7.22	6.99	7.79	8.45	9.33
每股红利	16.7	34.4	15.7	8.3	5.6
每股经营现金流	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
每股净资产	1.3	1.6	1.4	0.7	0.5
流动性					
净负债 / 权益	133.6%	133.7%	100.1%	202.7%	270.4%
总负债 / 总资产	57.2%	57.2%	50.0%	67.0%	73.0%
流动比率	1.97	1.53	1.35	1.36	1.49
速动比率	1.67	1.28	1.05	1.04	1.14

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	2,691.8	3,100.8	15.2%	6,057.0	95.3%	9,656.8	59.4%
营业成本	2,126.4	2,272.3	6.9%	4,530.6	99.4%	7,230.4	59.6%
营业税金及附加	15.5	16.7	7.6%	30.4	82.6%	52.0	70.8%
营业费用	82.0	94.5	15.2%	171.1	81.1%	287.1	67.8%
管理费用	133.5	280.5	110.1%	548.0	95.3%	873.7	59.4%
财务费用	65.3	65.1	-0.3%	97.8	50.3%	212.5	117.1%
资产减值损失	60.3	33.4	-44.6%	39.9	19.4%	44.5	11.6%
公允价值变动收益	-	0.0		-0.0	-166.7%	0.0	-116.7%
投资净收益	11.7	10.1	-13.2%	15.1	49.2%	12.3	-18.6%
营业利润	161.5	348.4	115.7%	654.2	87.8%	968.9	48.1%
营业外收入	0.6	0.6	0.0%	0.7	9.3%	0.7	-5.7%
营业外支出	5.6	0.9	-83.4%	0.9	0.0%	0.9	0.0%
利润总额	156.5	348.1	122.3%	654.0	87.9%	968.6	48.1%
所得税	26.0	66.0	154.0%	119.0	80.4%	173.5	45.8%
净利润	130.6	282.1	116.1%	535.0	89.6%	795.1	48.6%
少数股东损益	4.8	4.6	-5.4%	11.6	154.4%	19.8	70.8%
归属母公司净利润	125.7	277.5	120.7%	523.4	88.6%	775.3	48.1%
EBITDA	422.1	564.5	33.7%	945.4	67.5%	1,473.4	55.9%
EPS（摊薄）	0.35	0.77	119.3%	1.45	88.6%	2.14	48.1%
资产负债表（百万元）							
流动资产	3,173.1	2,955.9	-6.8%	6,138.8	107.7%	9,186.1	49.6%
现金	965.8	248.1	-74.3%	484.6	95.3%	772.5	59.4%
应收账款	690.5	997.6	44.5%	1,998.1	100.3%	3,098.8	55.1%
其它应收款	690.5	771.4	11.7%	1,690.9	119.2%	2,653.0	56.9%
预付账款	87.1	104.0	19.5%	322.5	210.0%	309.8	-3.9%
存货	516.0	650.9	26.1%	1,438.8	121.1%	2,148.2	49.3%
其他	223.3	183.8	-17.7%	203.9	10.9%	203.7	-0.1%
非流动资产	2,828.4	2,797.1	-1.1%	3,317.0	18.6%	3,634.1	9.6%
长期投资	105.7	105.7	0.0%	105.7	0.0%	105.7	0.0%
固定资产	1,520.0	1,571.1	3.4%	1,875.6	19.4%	2,729.9	45.5%
无形资产	136.3	124.2	-8.9%	112.1	-9.8%	100.0	-10.8%
其他	1,066.4	996.1	-6.6%	1,223.6	22.8%	698.6	-42.9%
资产总计	6,001.5	5,752.9	-4.1%	9,455.8	64.4%	12,820.1	35.6%
流动负债	2,078.8	2,197.2	5.7%	4,498.1	104.7%	6,166.2	37.1%
短期借款	758.9	778.3	2.6%	1,132.9	45.6%	1,829.4	61.5%
应付账款	528.2	608.0	15.1%	1,531.5	151.9%	1,923.1	25.6%
其他	791.6	811.0	2.4%	1,833.7	126.1%	2,413.7	31.6%
非流动负债	1,354.9	680.4	-49.8%	1,834.1	169.6%	3,192.6	74.1%
长期借款	847.0	60.3	-92.9%	1,230.6	1940.5%	2,615.5	112.5%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
其他	507.9	620.0	22.1%	603.5	-2.7%	577.1	-4.4%
负债合计	3,433.7	2,877.6	-16.2%	6,332.2	120.1%	9,358.8	47.8%
少数股东权益	56.1	58.3	4.1%	70.0	19.9%	89.8	28.3%
归属母公司股东权益	2,567.8	2,875.4	12.0%	3,123.6	8.6%	3,461.3	10.8%
负债和股东权益	6,001.5	5,752.9	-4.1%	9,455.8	64.4%	12,820.1	35.6%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	11.0	438.1	3865.6%	-344.2	-178.6%	-512.1	48.8%
净利润	130.6	277.5	112.6%	523.4	88.6%	775.3	48.1%
折旧摊销	137.8	151.0	9.6%	193.3	28.0%	292.1	51.1%
财务费用	90.9	65.1	-28.4%	97.8	50.3%	212.5	117.1%
投资损失	-11.7	-10.1	-13.2%	-15.1	49.2%	-12.3	-18.6%
营运资金变动	-841.0	-50.0	-94.1%	-1,155.2	2212.5%	-1,799.4	55.8%
其它	504.5	4.6	-99.1%	11.6	153.7%	19.8	70.9%
投资活动现金流	-219.6	-369.1	68.1%	-589.6	59.7%	-584.8	-0.8%
资本支出	12.6	0.7	-94.1%	-4.7	-733.8%	2.9	-161.4%
长期投资	11.1	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	-243.4	-369.9	52.0%	-584.9	58.1%	-587.7	0.5%
筹资活动现金流	-478.6	-786.7	64.4%	1,170.3	-248.8%	1,384.9	18.3%
短期借款	306.4	19.4	-93.7%	354.6	1731.4%	696.6	96.4%
长期借款	-69.5	-786.7	1031.8%	1,170.3	-248.8%	1,384.9	18.3%
其他	-715.5	-19.4	-97.3%	-354.6	1731.4%	-696.6	96.4%
现金净增加额	-687.2	-717.7	4.4%	236.5	-133.0%	288.0	21.8%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

王革：电力设备与新能源团队负责人。中科院电气工程硕士，国内第一批单晶 HIT 电池产业化团队核心成员，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，3 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

报告贡献人

刘烁：北京大学理学博士，电力设备与新能源行业研究员，2017 年加入中信建投证券研究部。liushuo@csc.com.cn

张鹏：清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2018 年加入中信建投证券研究部。zhangpengyf@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859