

**评级：增持(首次)**

市场价格：6.66

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

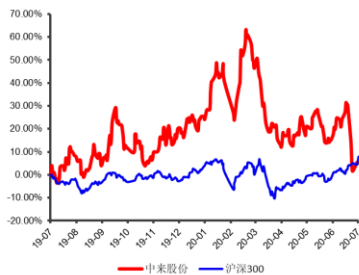
分析师：花秀宁

执业证书编号：S0740519070001

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	778
流通股本(百万股)	528
市价(元)	6.66
市值(百万元)	5184
流通市值(百万元)	3516

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**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	41.22	21.31	14.46	10.16	7.18
PEG	0.69	0.50	1.15	0.17	0.17
P/B	2.06	1.85	1.48	1.41	1.22

注：股价为2020年07月01日收盘价

**投资要点**

- 专注光伏背板，同时致力于于高效电池的研发及产业化。**公司深耕光伏行业，主要从事光伏背板、N型单晶高效电池和组件的研发、生产与销售，以及分布式光伏应用系统的设计、开发、销售与运维，是全球光伏背板龙头企业。
- 光伏需求高增，背板新产品不断导入。**2019年，全球光伏平均建造成本为995 USD/kW，同降17.6%，全球LCOE均值0.068 USD/kWh，已经低于欧洲27国工业电价和居民电价，平价区域扩大，我们预计2019-2025年全球光伏新增装机CAGR为12.7%。2019年，公司背板业务实现营收12.93亿元，同比增长0.7%，与此同时，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。
- 高效化趋势下卡位TOPCon技术路线。**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钝化晶体硅界面，N型单晶双面TOPCon电池的转换效率可达到23%，是目前转化效率较高的晶硅太阳能电池结构之一，公司N型TOPCon高效双面电池量产转换效率已达到23.5%，力求公司核心产品保持着行业中国际技术领先的地位。
- 引入贵州国资企业乌江能源助力长期发展，独立经营维持业务稳定。**公司控股股东、实际控制人林建伟先生、张育政女士于与乌江能源签署了《股份转让框架协议》及《股份表决权委托协议》，两次协议转让后，乌江能源为上市公司的控股股东，贵州省国资委为上市公司的实际控制人，可为上市公司融资提供支持，降低上市公司融资成本。乌江能源提名董事长及法定代表人、监事会主席和财务总监，上市公司仍由以林建伟先生为核心的管理团队依法独立运营，乌江能源在年度预算范围内不干涉上市公司经营团队的正常生产经营管理。
- 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14、10、7倍，首次覆盖给予“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。

## 内容目录

<b>1、公司简介：创业十二载，成就背板龙头</b> .....	<b>- 4 -</b>
1.1 公司简介：十二载创业，致力于背板和高效电池领域 .....	- 4 -
1.2 主营业务：背板和电池组件 .....	- 5 -
1.3 财务状况：盈利能力大幅提升 .....	- 6 -
<b>2、背板：光伏需求高增，新产品不断导入</b> .....	<b>- 9 -</b>
2.1 光伏行业：平价区域增加，高增长潜力凸显 .....	- 9 -
2.2 公司背板业务：稳步发展，新产品不断导入 .....	- 10 -
<b>3、电池组件：高效化是行业趋势，公司卡位 TOPCon 技术</b> .....	<b>- 12 -</b>
3.1 电池组件行业：高效化是永恒的趋势 .....	- 12 -
3.2 公司电池组件业务：卡位 TOPCon 技术 .....	- 13 -
<b>4、乌江能源：引入贵州国资企业</b> .....	<b>- 15 -</b>
4.1 牵手乌江能源，助力公司可持续发展 .....	- 15 -
4.2 乌江能源：贵州省属国有能源企业 .....	- 16 -
<b>5、公司发展战略：背板、电池、系统三板块齐发力</b> .....	<b>- 17 -</b>
<b>6、盈利预测和投资建议</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>7、风险提示</b> .....	<b>- 20 -</b>

## 图表目录

图表 1: 中来股份发展历程 .....	- 4 -
图表 2: 公司股权结构一览 (2020 年 3 月底) .....	- 5 -
图表 3: 公司主营业务电池组件、背板 (亿元) .....	- 5 -
图表 4: 公司主要业务及产品在产业链中的位置 .....	- 6 -
图表 5: 2011-2019 年营收 CAGR 为 49.6% .....	- 6 -
图表 6: 2011-2019 年利润 CAGR 为 20.8% .....	- 6 -
图表 7: 2019 毛利率、净利率为 26.90%、7.51% .....	- 7 -
图表 8: 2019 扣非 ROE 为 6.78%，同增 4.01PCT .....	- 7 -
图表 9: 2019 资产负债率上升至 21.38% .....	- 7 -
图表 10: 2019 现金收入比 77.57%，同降 4.88PCT .....	- 7 -
图表 11: 2019 经营性净现金流 1.11 亿元 .....	- 8 -
图表 12: 2019 营业周期为 138.08 天，同比持平 .....	- 8 -
图表 13: 历年全球光伏装机成本及 LCOE .....	- 9 -
图表 14: 历年全球主要地区光伏占能源结构情况 .....	- 9 -
图表 15: 2008-2025 年全球光伏新增装机及预测 (GW) .....	- 10 -
图表 16: FFC 双面涂覆系列具体结构 .....	- 10 -
图表 17: 光伏组件用背板产品 .....	- 10 -
图表 18: 近五年背板业务的营收 .....	- 11 -
图表 19: 近年来背板业务的毛利率 .....	- 11 -
图表 20: 背板销量持续增加 .....	- 11 -
图表 21: 背板的价格变化趋势 (不含税) .....	- 11 -
图表 22: 中国光伏系统成本下降技术路线图 (元 W) .....	- 12 -
图表 23: 2019-2025 年各种电池技术平均转换效率变化趋势 .....	- 12 -
图表 24: 晶硅电池技术发展路线和转换效率 .....	- 13 -
图表 25: 近年电池组件业务的营收 .....	- 14 -
图表 26: 近年来电池组件业务的毛利率 .....	- 14 -
图表 27: 具体权益变动情况 .....	- 15 -
图表 28: 乌江能源的股权结构 .....	- 16 -
图表 29: 乌江能源最近三年财务状况 (万元) .....	- 16 -
图表 30: 2019 年研发支出 1.22 亿元，占比 3.5% .....	- 17 -
图表 31: 公司业务拆分预测表 .....	- 18 -
图表 32: 可比公司估值 (2020-07-01) .....	- 19 -
图表 33: 公司财务数据预测 (百万元) .....	- 21 -

## 1、公司简介：创业十二载，成就背板龙头

### 1.1 公司简介：十二载创业，致力于背板和高效率电池领域

- 十二载创业，专注光伏背板，同时致力于于高效电池的研发及产业化。**

公司深耕光伏行业，主要从事背板、N型单晶高效电池和组件的研发、生产与销售，以及分布式光伏应用系统的设计、开发、销售与运维，是全球光伏背板龙头企业。2008年，公司创始人林建伟成立公司前身苏州中来太阳能材料有限公司；2009年，公司被评为高新技术企业，太阳能背膜项目被列入江苏省科技支撑计划；2010年，公司正式更名为苏州中来光伏新材股份有限公司；2012年，与荷兰ECN开始新型背板与电池技术研发合作，FFC-JW30产品通过德国TCIV莱茵认证；2013年，FFC-JW30通过日本JET认证，中来光伏薄膜材料实验室先后通过TUV NORD认证以及CNAS现场评审；2014年，公司登录深交所，股票代码：SZ300393，FFC-JW30通过CQC认证；2015年，收购意大利FILMCUTTER光伏业务；2016年，成立泰州中来光电科技有限公司，投资建设2.1GW全球最大N型单晶双面电池基地成立中来电力，大力发展光伏电站投融资业务；2017年，光伏背板出货量，全球市占率第一，两款N型单晶双面组件获得德国TUV莱茵全球首张认证证书，N型IBC电池转换效率突破23%；2019年，研发并量产N TOPCon太阳能电池，正面转换效率最高达到23.5%，参与打造中东阿曼全球最大单体125MW N型双面电站项目。未来公司将继续专注于光伏背板及高效电池领域。

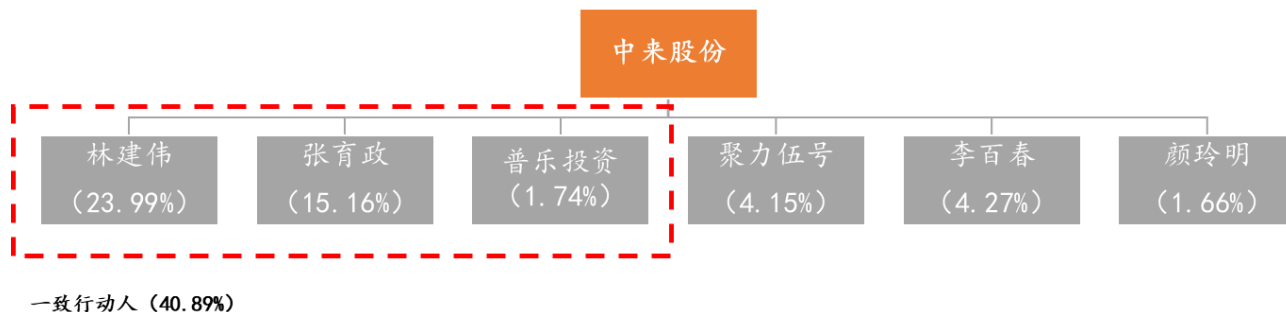
图表 1：中来股份发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 股权结构相对清晰。**公司股东中，林建伟、张育政为夫妻关系，为公司实际控制人，同时，林建伟、张育政两人合计持有苏州普乐投资管理有限公司70.66%的股份，三者为一致行动人。

图表 2: 公司股权结构一览 (2020 年 3 月底)

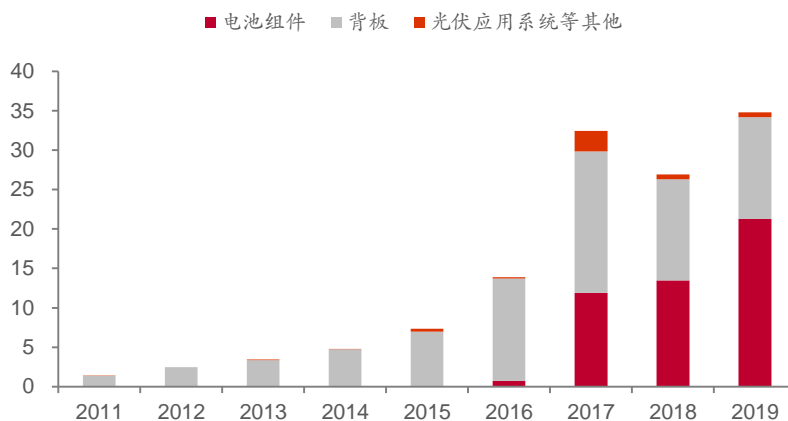


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 1.2 主营业务: 背板和电池组件

- **光伏辅材、高效电池和光伏应用系统三大业务板块。**公司深耕光伏行业,形成了光伏辅材、高效电池和光伏应用系统三大业务板块的运营管理模式。2019 年电池组件和背板营收分别为 21.26/12.93 亿元,在总营收中的占比分别为 61.14%/37.18%,为占比最高的两大主营业务。

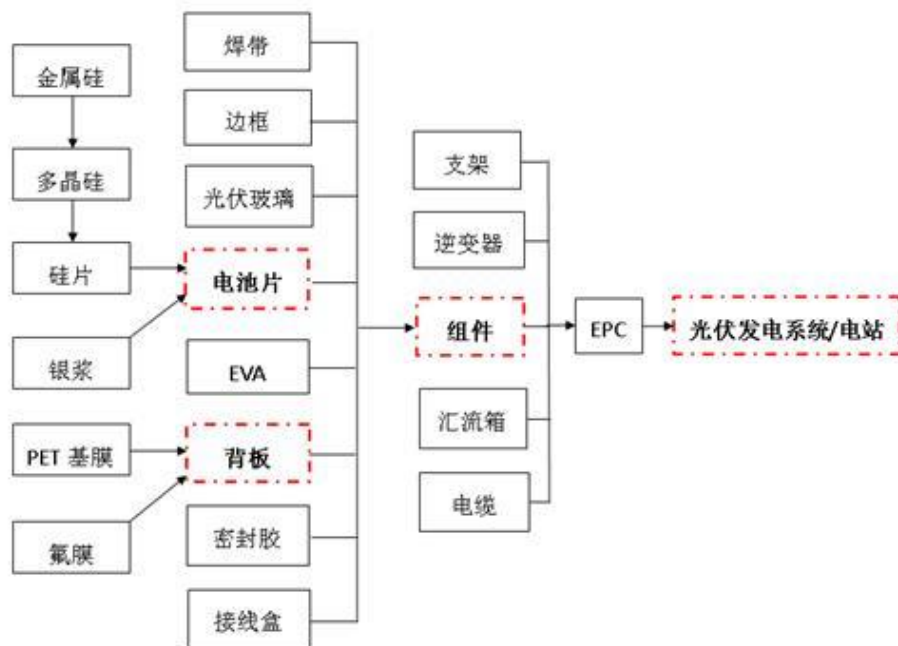
图表 3: 公司主营业务电池组件、背板 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **三大业务板块联动。**公司背板的生产基地位于江苏省常熟市, N 型高效电池及组件的生产基地位于江苏省泰州市, 光伏应用系统的开发管理团队遍布全国多个省市, 集团统一战略、目标管控, 三个板块独立经营决策, 形成了良好的联动效应。

图表 4: 公司主要业务及产品在产业链中的位置

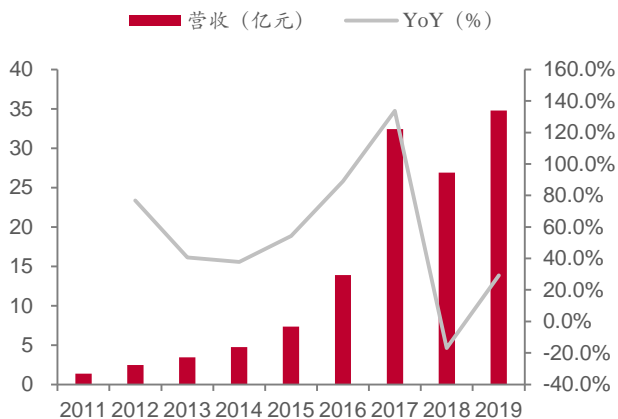


来源: 2019 年年报, 中泰证券研究所

### 1.3 财务状况: 盈利能力大幅提升

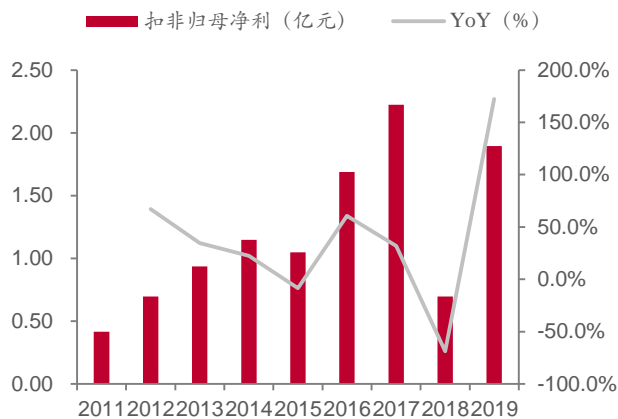
- 受海外光伏装机需求提升, 2019 年业绩高增。随着光伏组件价格的下降, 欧盟对光伏组件双反政策到期等影响, 光伏发电在海外能源市场的竞争力显著提升, 全球光伏新增装机量再创新高, 受此影响 2019 年业绩高速增长。公司 2019 实现营业收入 34.78 亿元, 同比增加 29.20%; 实现扣非归母净利 1.89 亿元, 同比增加 172.46%。

图表 5: 2011-2019 年营收 CAGR 为 49.6%



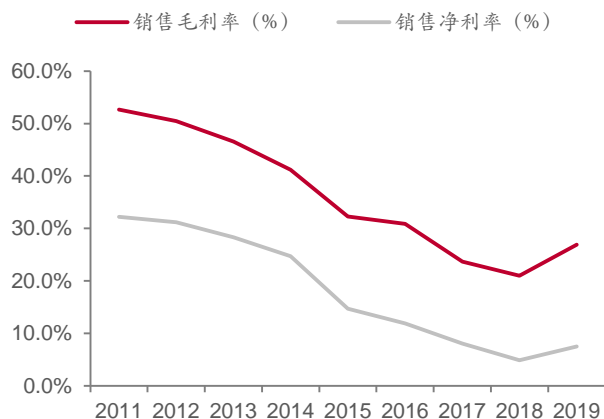
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2011-2019 年利润 CAGR 为 20.8%

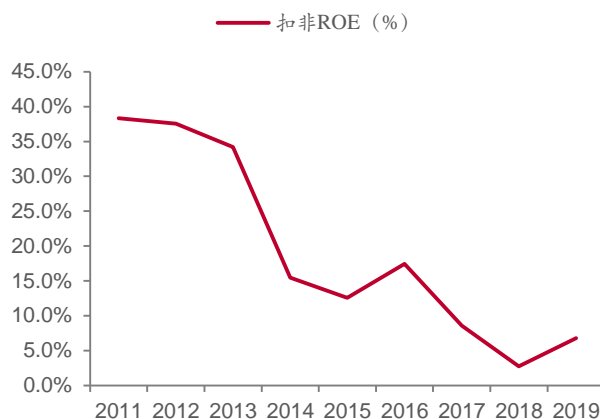


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力回升。**2019 年公司毛利率和净利率分别为 26.90%/7.51%，同比分别变化+5.89/+2.66 PCT，其中，电池组件毛利率 29.89%，较 2018 年同期增加 11.07PCT，是公司盈利能力回升主要原因。2019 年公司净资产收益率（ROE）为 6.78%，同比增加 4.01 PCT。杜邦分析结果显示，2019 ROE 增加是多方作用引起的，资产周转率 0.48，同增 9.09%；权益乘数 2.75，同增 15.06%；销售净利率 6.99%，同增 2.32PCT。

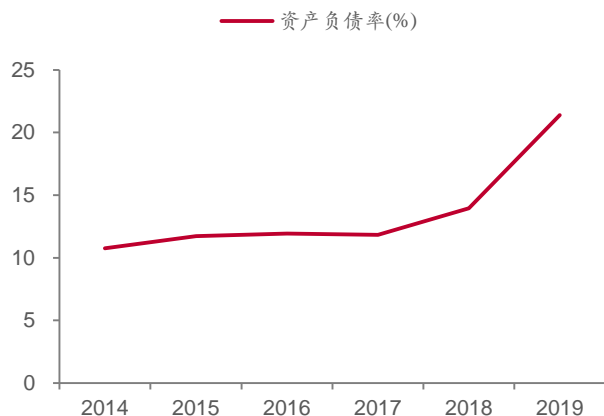
**图表 7：2019 毛利率、净利率为 26.90%、7.51%**


来源：Wind，中泰证券研究所

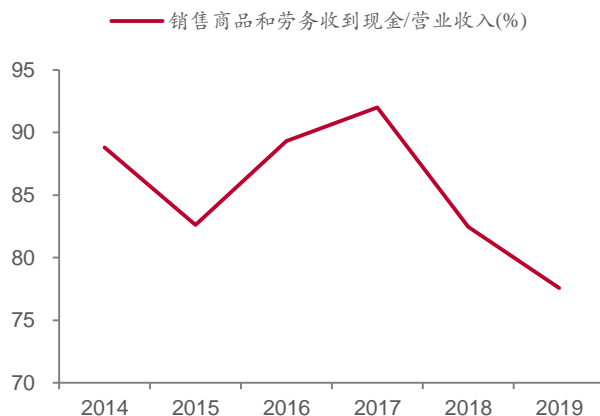
**图表 8：2019 扣非 ROE 为 6.78%，同增 4.01PCT**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 资产负债率持平，现金收入比下滑，经营性现金流明显改善。**2019 年年底公司资产负债率为 59.27%，较 2018 年年底增加 2.06PCT。2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 13.50 亿元，同比增长 31.62%；现金收入比率为 38.82%，同比降低 34.53PCT。与此同时，2019 年公司经营性净现金流 1.11 亿元，同增 901.45%。

**图表 9：2019 资产负债率上升至 21.38%**


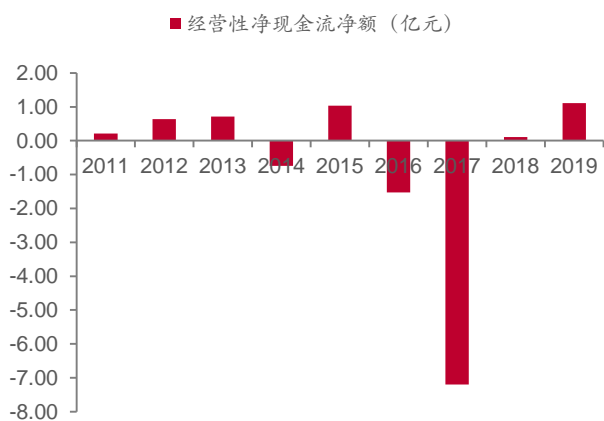
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 10：2019 现金收入比 77.57%，同降 4.88PCT**


来源：Wind，中泰证券研究所

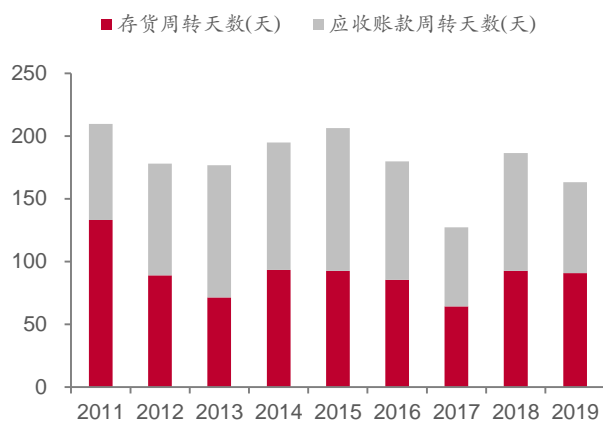
- **营业周期基本略降。**2019 年公司营业周期 163.12 天，较去年同期降低 1.55 天，其中存货/应收账款周转天数分别为 90.89/72.22 天，较去年同期分别降低 1.55/21.66 天。

**图表 11: 2019 经营性净现金流 1.11 亿元**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 2019 营业周期为 138.08 天, 同比持平**



来源: Wind, 中泰证券研究所

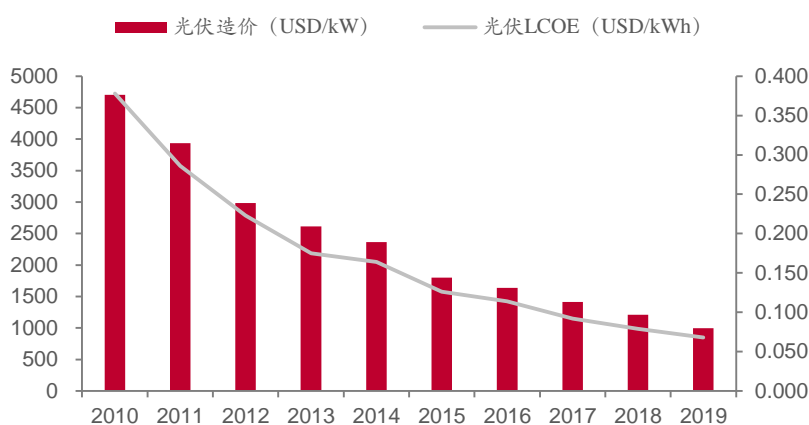


## 2、背板：光伏需求高增，新产品不断导入

### 2.1 光伏行业：平价区域增加，高增长潜力凸显

- 光伏成本快速下降，平价区域增加，光伏逐步进入内生增长阶段。2019年，全球光伏平均建造成本为 995 USD/kW，同降 17.6%，全球 LCOE 均值 0.068 USD/kWh（折合 0.48 元/kWh），已经低于欧洲 27 国工业电价（0.102-0.301 USD/kWh）和居民电价（0.115-0.382 USD/kWh）。

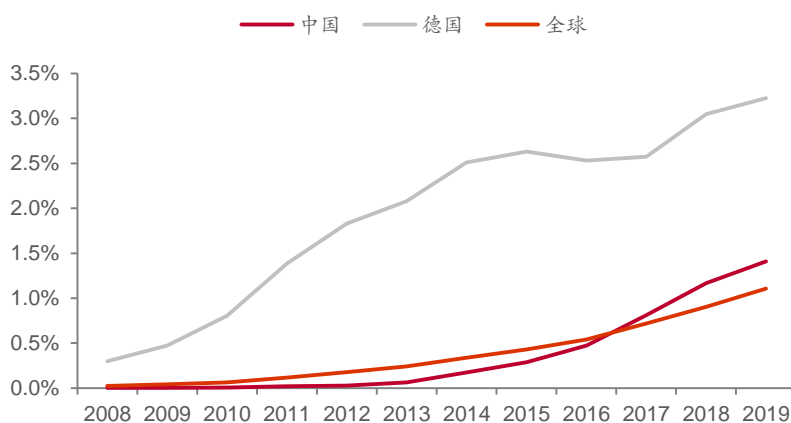
图表 13：历年全球光伏装机成本及 LCOE



来源：IRENA，中泰证券研究所

- 全球光伏渗透率仅 1%。2019 年全球光伏占能源消费比例为 1.11%，较去年同期增加 0.20PCT，其中，中国、德国和美国占比分别为 1.41%/3.22%，分别同增 0.24/0.18PCT。

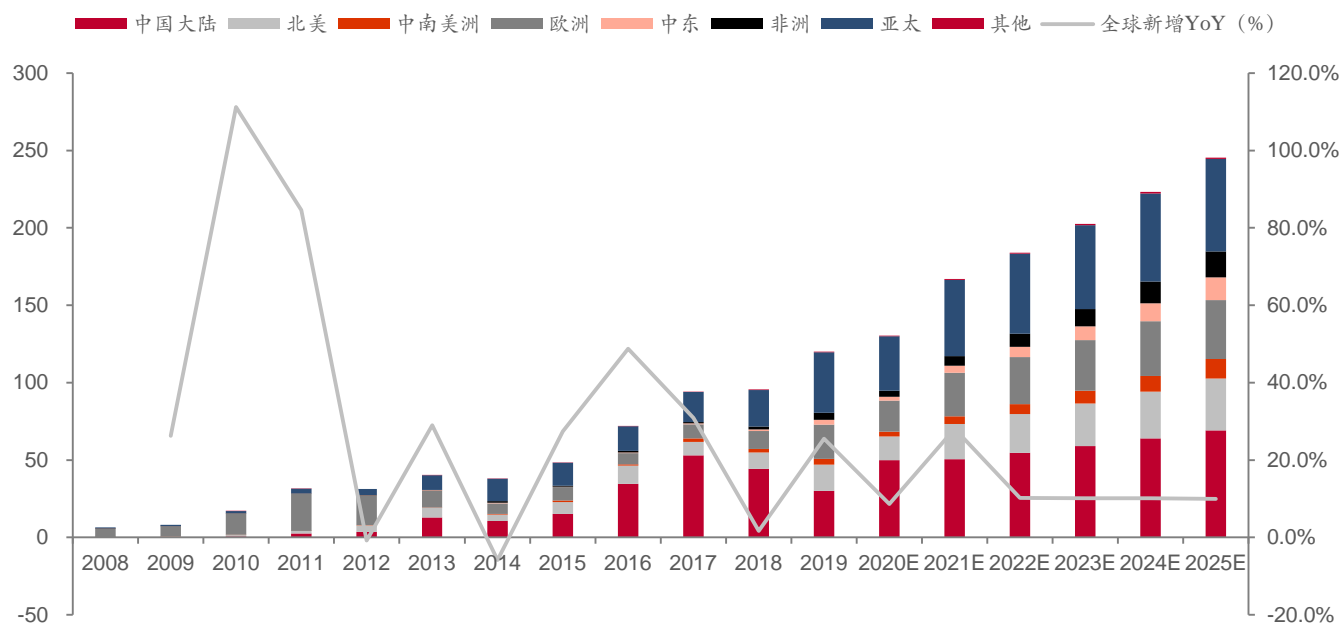
图表 14：历年全球主要地区光伏占能源结构情况



来源：BP，中泰证券研究所

- 2025 年全球需求或达 245GW，CAGR 12.7%。考虑到光伏发电成本逐步降低、平价区域逐步扩大，预计 2025 年全球光伏新增装机约 245.4GW，较 2019 年提升 104.5%，2019-2025 年的 CAGR 为 12.7%。

图表 15: 2008-2025 年全球光伏新增装机及预测 (GW)

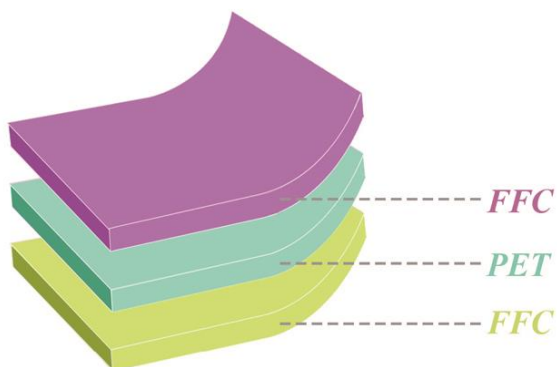


来源: BP、能源局, 中泰证券研究所测算

## 2.2 公司背板业务: 稳步发展, 新产品不断导入

- **背板用于光伏电池的背面保护材料。**作为光伏组件的封装关键材料, 背板的主要作用是保护太阳能电池, 使其能够在恶劣的环境下长时间正常工作。水汽阻隔、绝缘、耐候是背板产品的三大基本功能, 另外, 背板还应具有在光伏组件层压温度下不起外观形变, 与硅胶及 EVA 胶膜粘合牢固等特性。

图表 16: FFC 双面涂覆系列具体结构



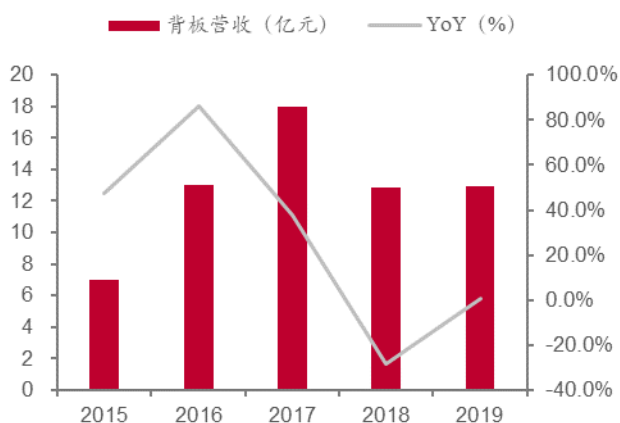
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 17: 光伏组件用背板产品

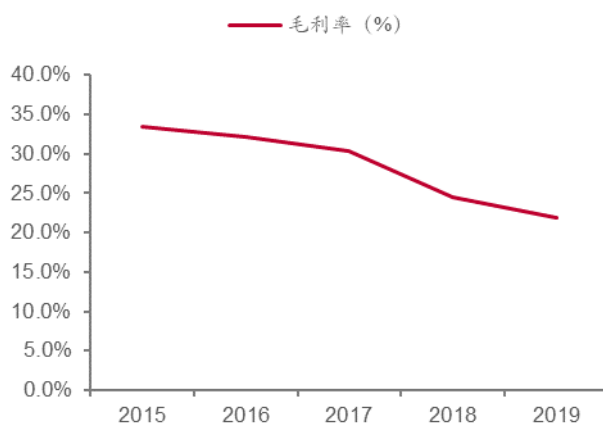


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **背板业务稳步发展。**目前公司已拥有 FFC 结构、TFB 结构、KFB 结构、KPK 结构、TPT 结构、透明网格背板等多种背板产品，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。2019 年，公司背板业务实现营收 12.93 亿元，同比增长 0.7%，然而由于市场竞争激烈，2019 年背板毛利率同比下滑 2.6PCT。

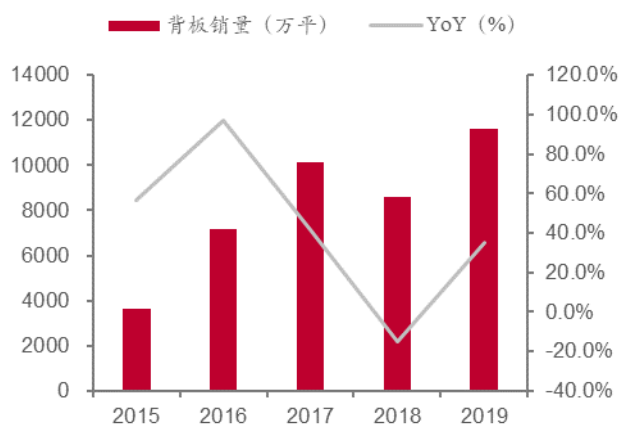
**图表 18: 近五年背板业务的营收**


来源: Wind, 中泰证券研究所

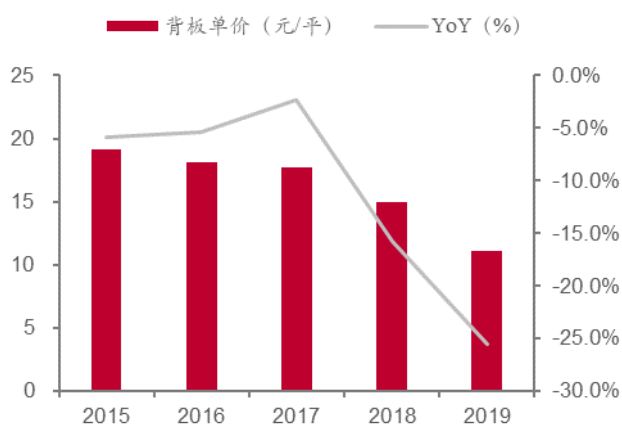
**图表 19: 近年来背板业务的毛利率**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **背板销量持续增长，透明背板等新产品开发顺利，价格下降是背板业务毛利率下滑的主要原因。**2019 年，公司 FFC 系列、KFB 系列、TFB 系列背板先后获得 TUV 南德的认证，TFB 及 FFC 透明及透明网格系列背板先后获得 TUV 莱茵及 UL 认证。公司在研发新技术的同时，也在做好未来技术储备工作，将超阻水背板等多个项目列入研发进程。销量方面，2019 年公司实现背板销售 1.16 亿平，同比增加 35.1%；单价方面，2019 年背板单价为 11.13 元/平，同比下滑 25.5%，单价下降是背板业务毛利率下滑的主要原因。

**图表 20: 背板销量持续增加**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 21: 背板的价格变化趋势 (不含税)**


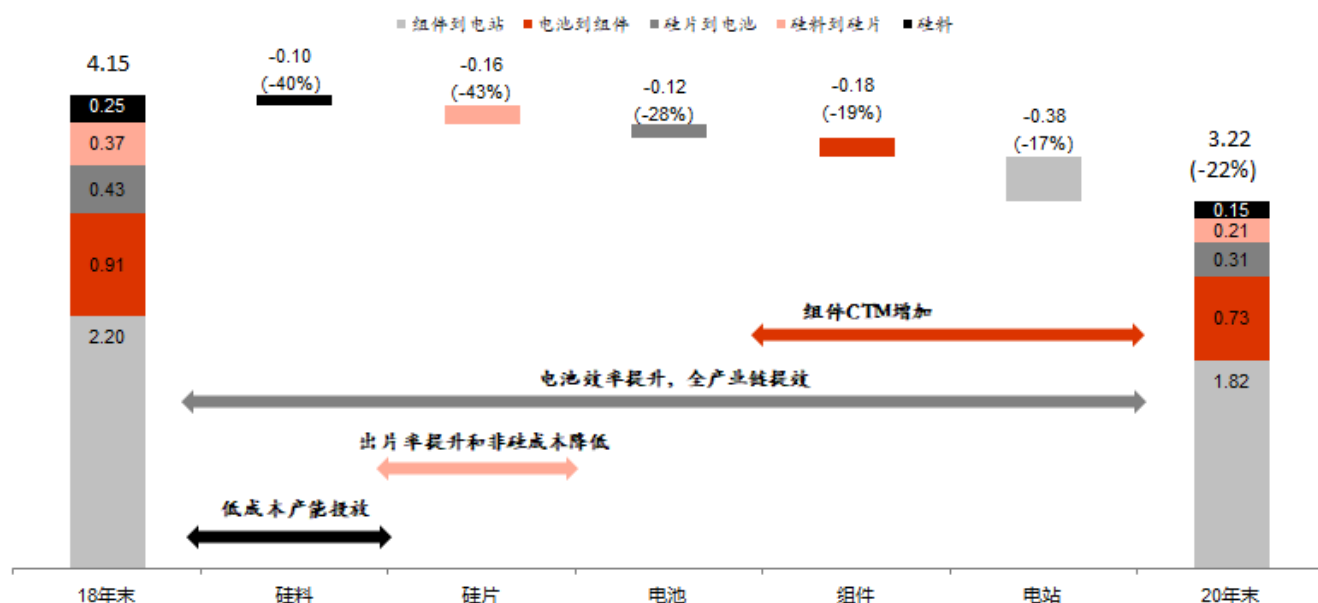
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3、电池组件：高效化是行业趋势，公司卡位 TOPCon 技术

#### 3.1 电池组件行业：高效化是永恒的趋势

- **降本增效是光伏行业永恒主题，尤其是提效。**光伏发电作为新能源，其成本高低是决定其推广速度和广度的关键因素，因此降本增效是行业永恒主题，尤其是提效，效率的提高可以降低全产业链的成本，尤其是与光伏行业相关性较低的安装等 BOS 成本。

图表 22：中国光伏系统成本下降技术路线图（元/W）



来源：中泰证券研究所测算

- **TOPCon 是 N 型技术路径之一。**2019 年，规模化生产的单多晶电池平均转换效率分别为 22.3%和 19.3%。N-PERT/TOPCon 电池平均转换效率为 22.7%，异质结电池平均转换效率为 23.0%，已有部分企业投入量产，未来 N 型电池将会是电池技术的主要发展方向之一。

图表 23：2019-2025 年各种电池技术平均转换效率变化趋势

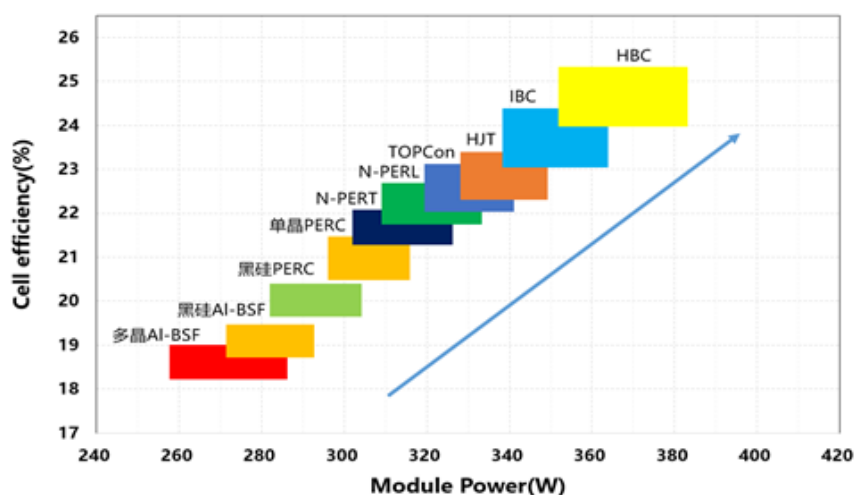
分类	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2025 年
多晶	BSF P 型多晶黑硅	19.30%	19.40%	19.50%	--	--
	PERC P 型多晶黑硅	20.50%	20.80%	21.00%	21.20%	21.70%
	PERC P 型铸锭单晶	22.00%	22.30%	22.50%	22.70%	22.90%
P 型单晶	PERC P 型单晶	22.30%	22.70%	23.00%	23.20%	24.00%
	N-PERT/TOPCon	22.70%	23.30%	23.50%	23.80%	24.00%
N 型单晶	异质结	23.00%	23.50%	24.00%	24.50%	25.00%
	背接触	23.60%	23.80%	24.10%	24.30%	25.00%

来源：CPIA，中泰证券研究所

### 3.2 公司电池组件业务：卡位 TOPCon 技术

- 公司卡位 N 型 TOPCon 技术。** 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，能有效避免少子复合，促进多子的传输，显著提高电池的开路电压和填充因子，N 型单晶双面 TOPCon 电池的转换效率可达到 23%，是目前转化效率较高的晶硅太阳能电池结构之一。面对高效电池量产化面临的多晶硅厚度、超薄氧化层厚度、多晶硅掺杂浓度和退火时间等技术难题，公司通过低压化学气相沉积技术与离子注入技术相结合的工艺路线，完善了 N 型单晶双面 TOPCon 电池的制作流程，N 型单晶双面 TOPCon 电池的生产成本得以下降，良品率得以提升，达到了大规模量产的技术水平。

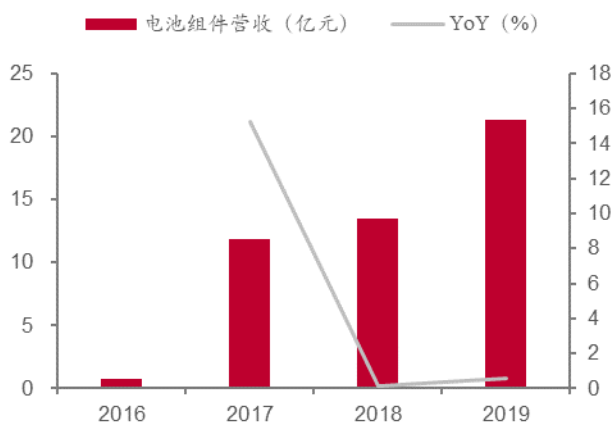
**图表 24：晶硅电池技术发展路线和转换效率**



来源：BP，中泰证券研究所

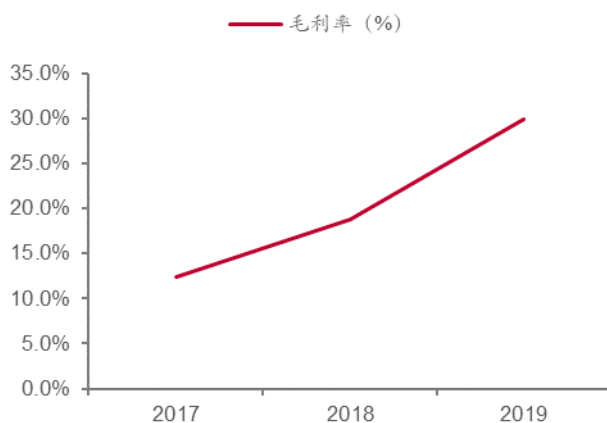
- 电池组件业务营收快速增加，毛利率明显改善。** 2019 年公司多款电池及组件产品获得 TUV 北德、TUV 莱茵、CQC、PCCC 的认证。截止 2019 年 4 月底，公司 N 型 TOPCon 高效双面电池量产转换效率已达到 23.5%，力求公司核心产品保持着行业中国际技术领先的地位。2019 年，电池组件业务实现营收 21.26 亿元，同比增长 57.7%，电池组件从 2016 年开始发展后连续多年保持正增长。与此同时，公司 N 型电池所有的 N-PERT 产线升级改造为 TOPCon 电池产线，大幅度提升了电池的转换效率，随着产能的爬坡、工艺的优化及良品率的提高，会进一步降低非硅成本，因此毛利率也有所改善。2019 年电池组件毛利率 29.9%，同比提升 11.1PCT。

图表 25: 近年电池组件业务的营收



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 近年来电池组件业务的毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 4、乌江能源：引入贵州国资企业

### 4.1 牵手乌江能源，助力公司可持续发展

- **牵手乌江能源。**公司控股股东、实际控制人林建伟先生、张育政女士于2020年6月18日与贵州乌江能源投资有限公司(以下简称“乌江能源”)签署了《股份转让框架协议》及《股份表决权委托协议》，林建伟先生、张育政女士拟将其直接持有的部分公司股份合计146,901,014股(占公司总股本的18.8745%)以两次协议转让方式转让给乌江能源，乌江能源为上市公司的控股股东，贵州省国资委为上市公司的实际控制人。

**图表 27：具体权益变动情况**

股东名称	本次权益变动前			
	持股数(股)	持股比例(%)	拥有表决权股数(股)	拥有表决权比例(%)
林建伟	186,741,724	23.9934	186,741,724	23.9934
张育政	117,997,943	15.1609	117,997,943	15.1609
苏州普乐投资管理有限公司	13,577,411	1.7445	13,577,411	1.7445
林建伟及其一致行动人合计	318,317,078	40.8987	318,317,078	40.8987
乌江能源	-	-	-	-
聚力伍号	32,320,262	4.1526	32,320,262	4.1526
乌江能源及其一致行动人合计	32,320,262	4.1526	32,320,262	4.1526
股东名称	两次股权转让完成后			
	持股数(股)	持股比例(%)	拥有表决权股数(股)	拥有表决权比例(%)
林建伟及其一致行动人合计	171,416,064	22.0243	117,146,456	15.0515
乌江能源	146,901,014	18.8745	201,170,622	25.8473
聚力伍号	32,320,262	4.1526	32,320,262	4.1526
乌江能源及其一致行动人合计	179,221,276	23.0271	233,490,884	29.9999

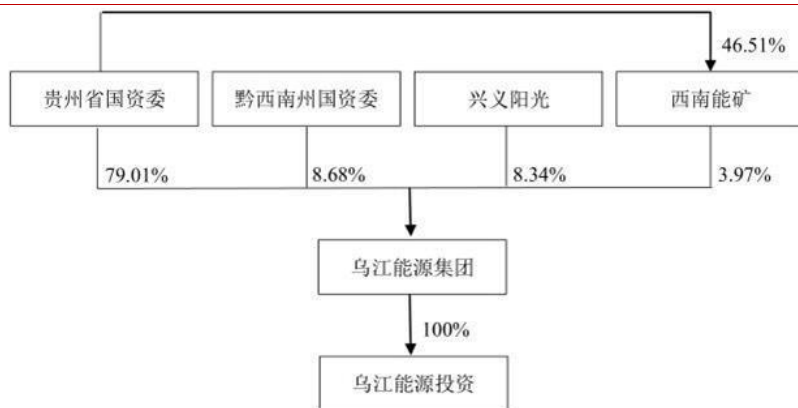
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **乌江能源助力，公司继续维持独立经营。**第一次股份协议转让完成过户后，乌江能源提名董事长及法定代表人、监事会主席和财务总监，上市公司仍由以林建伟先生为核心的管理团队依法独立运营，乌江能源在年度预算范围内不干涉上市公司经营团队的正常生产经营管理，上市公司仍将保持管理机构、资产、人员、生产经营、财务体系独立完整，拥有采购、生产、销售体系，拥有独立的法人地位及独立的知识产权。股份转让后，可以优化上市公司业务结构，改善上市公司的经营状况，提升上市公司盈利能力，并为上市公司融资提供支持，降低上市公司融资成本，回报小股东。

#### 4.2 乌江能源：贵州省属国有能源企业

- **乌江能源为贵州省属国有企业。**乌江能源系贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）全资子公司，而贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）直接持有乌江能源集团 79.01% 的股权，为乌江能源集团的控股股东。

**图表 28：乌江能源的股权结构**



注：黔西南州国资委：指黔西南州国有资产监督管理委员会；  
兴义阳光：指贵州兴义阳光资产管理集团有限公司；  
西南能矿：指西南能矿集团股份有限公司。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **乌江能源主营电力销售和投资。**乌江能源作为乌江能源集团下属核心企业，是贵州省国资委监管的主要的国有投资、资本运营类企业，近三年，公司主营业务收入主要来源于电力销售、金融、贸易、航空、机械设备及其他业务。

**图表 29：乌江能源最近三年财务状况（万元）**

项目	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	2,684,746.88	3,252,497.90	3,112,698.36
负债总额	1,486,494.20	1,709,024.51	1,565,664.96
净资产	1,198,252.68	1,543,473.38	1,547,033.40
资产负债率	55.37%	52.55%	50.30%
项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	311,890.64	393,689.68	322,668.97
利润总额	79,949.65	26,633.72	49,468.36
净利润	77,989.09	25,084.37	48,550.93
净资产收益率	6.51%	1.63%	3.14%

来源：公司公告，中泰证券研究所

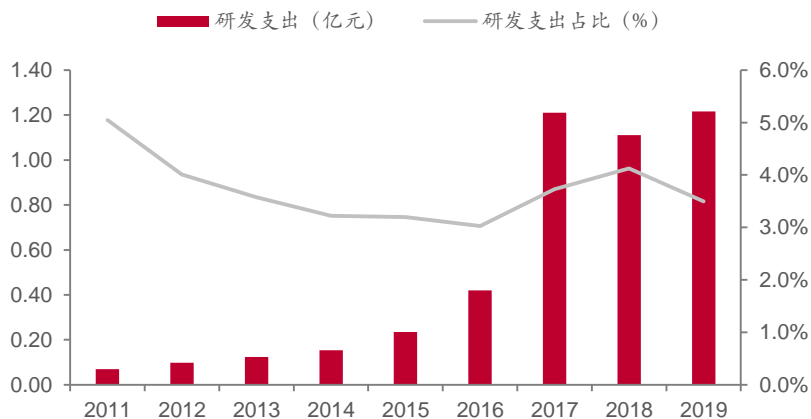


## 5、公司发展战略：背板、电池、系统三板块齐发力

■ **背板、电池、系统三板块齐发力。**公司自 2008 年成立以来，始终深耕光伏产业，经过近几年的探索与努力，现已打造光伏背板、高效电池、户用分布式三大业务板块。三大板块分别由上市公司（以下亦称“中来新材”）、上市公司控股子公司泰州中来光电、上市公司控股子公司中来民生具体管理及运作。公司结合各版块行业发展趋势及自身优势，分别制定不同发展战略：

- (1) **做大光伏背板规模：**背板是光伏组件的“防护服”，一损俱损，对电站收益的保障至关重要，中来新材是背板行业的老牌企业，质量口碑好，利用中来新材在背板行业的优势，继续做大业务规模。目前中来新材背板产品覆盖普通白色背板、黑色背板、透明背板、透明网格背板全产品系列，为匹配未来双面组件发展趋势的需求，公司加大透明背板技术研发，扩大其生产规模，降低成本，夯实行业护城河，公司计划到 2025 年，实现透明背板市场占有率 30% 以上，成本较 2mm 玻璃低 1/3。
- (2) **做强 N 型双面电池技术：**依托泰州中来光电在 N 型电池技术领域的深耕与积累，继续加强与 IMEC 等国内外科研机构的合作，打造全球 N 型双面电池产业化技术的领头羊。泰州中来光电目前已拥有多项 N 型技术相关专利，可实现 N 型 TOPCon 电池设备国产化率 100%；2021 年电池目标效率 24.5%，2025 年电池转化效率达到 25.5% 以上。基于公司在 N 型电池技术的积累，以开放合作的精神积极与行业伙伴开展产业化合资合作，共享技术价值和商业价值。
- (3) **做优户用分布式光伏发电系统营销与服务：**中来民生将进一步扩展和提升户用分布式光伏业务在全国的代理商资源与品牌影响力，致力于新农村新生产新消费，打造国内绿色能源 B2C 服务第一品牌。到 2025 年，累计为中国 1 万个村 30 万户家庭提供绿色能源服务。

图表 30：2019 年研发支出 1.22 亿元，占比 3.5%



来源：Wind，中泰证券研究所

## 6、盈利预测和投资建议

- 背板业务受益于光伏高景气和新产品导入，高效电池卡位 TOPCon。**  
 2020 年国内需求高增趋势确定，市场对海外需求有担忧，而目前我们跟踪下来海外交付和订单除了小幅递延，未出现明显变化，甚至出现改善的现象，在此背景下，公司作为背板龙头收益于行业高增，同时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。在高效电池组件方面，截止 2019 年 4 月底，公司 N 型 TOPCon 高效双面电池量产转换效率已达到 23.5%，力求公司核心产品保持着行业中国际技术领先的地位。
- 盈利预测：**考虑光伏行业 2020-2022 年新增装机增速以及竞争格局，我们对公司光伏背板和电池的销量、单价以及毛利率进行假设。我们测算结果显示 2020-2022 年分别实现净利 3.58、5.10 和 7.22 亿元，同比增长 47.36%、42.31%、41.55%，当前股价对应三年 PE 分别为 14、10、7 倍，首次覆盖给予“增持”评级

图表 31：公司业务拆分预测表

业务	项目	2019	2020E	2021E	2022E
光伏背板	销量 (万平)	11617	12778	16612	19934
	YOY (%)		10%	30%	20%
	单价 (元/平, 不含税)	11.1	10.6	10.5	10.4
	营收 (亿元)	12.93	13.51	17.39	20.66
	毛利率 (%)	21.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利 (亿元)	2.82	2.70	3.48	4.13
电池组件	销量 (MW)	996	2400	3000	4400
	单价 (元/W, 不含税)	2.13	1.8	1.7	1.6
	营收 (亿元)	21.26	43.20	51.00	70.40
	毛利率 (%)	29.9%	21.0%	21.0%	21.0%
	毛利 (亿元)	6.36	9.07	10.71	14.78
其他业务	营收 (亿元)	0.59	0.64	0.71	0.78
	YOY (%)		10%	10%	10%
	毛利率 (%)	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利 (亿元)	0.18	0.19	0.21	0.23
合计	营收 (亿元)	34.78	57.36	69.10	91.84
	YOY (%)		64.9%	20.5%	32.9%
	毛利 (亿元)	9.35	11.97	14.40	19.15
	毛利率 (%)	26.9%	20.9%	20.8%	20.9%

来源：中泰证券研究所测算

**图表 32: 可比公司估值 (2020-07-01)**

证券代码	名称	总市值	2019 年归	2020E		2021E		2022E	
			母净利	归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE
601012.SH	隆基股份	1570.29	52.80	62.69	25	76.76	20	93.55	17
600438.SH	通威股份	779.10	26.35	29.41	26	39.58	20	50.25	16
603806.SH	福斯特	378.17	9.57	10.28	37	12.32	31	14.57	26
601865.SH	福莱特	286.80	7.17	10.36	28	14.47	20	17.58	16
002623.SZ	亚玛顿	70.38	-0.97	0.81	86	1.23	57	1.76	40
300274.SZ	阳光电源	217.07	8.93	11.33	19	13.98	16	16.91	13
601877.SH	正泰电器	560.93	37.62	43.01	13	49.90	11	57.60	10
601222.SH	林洋能源	94.96	7.00	10.00	9	12.77	7	15.67	6
002129.SZ	中环股份	630.28	9.04	14.72	43	20.25	31	25.57	25
300751.SZ	迈为股份	149.24	2.48	3.49	43	4.79	31	6.29	24
300724.SZ	捷佳伟创	272.07	3.82	5.82	47	7.66	36	9.68	28
300316.SZ	晶盛机电	310.59	6.37	9.08	34	11.66	27	14.37	22
300393.SZ	中来股份	51.84	2.43	3.55	15	5.15	10	7.33	7
300118.SZ	东方日升	136.38	9.74	10.58	13	12.96	11	14.87	9
	平均值				31		23		18
	中位数				27		20		17

来源: Wind, 中泰证券研究所, \*公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 单位: 亿元

## 7、风险提示

- **宏观经济波动及产业政策影响的风险：**2018年9月欧盟取消了“双反”等政策，光伏产业海外市场需求迎来增长，但各国贸易间的博弈将继续影响国际贸易形势，为国际光伏市场的开拓带来不确定性，同时光伏电站投资回报目前仍受行业政策的影响，进而影响市场对产业链上游电池或组件产品的需求趋势和需求量，2020年随着技术进步及市场需求的扩大，光伏行业纷纷扩大产能规模，若宏观经济形势发生变化或产业政策发生重大调整，将可能对行业的经营环境产生不利影响。同时国际多个国家发生新型冠状病毒感染的肺炎疫情，经济发展仍面临着宏观环境的诸多不确定因素。若宏观经济出现重大不利变化，或本次疫情对行业的影响进一步持续，将可能影响行业整体盈利水平。
- **技术更新及产品开发的**风险：光伏行业具有技术更新迭代快的特点，尤其是太阳能电池及组件对技术及产品开发具有更高的要求，公司近年来不断加大研发投入，实施技术创新和自主研发，掌握了N型单晶双面太阳能电池的核心技术，技术在行业中处于优势地位，随着行业整体研发能力的不断提升，太阳能电池转换效率这一重要指标参数也在不断提高，公司需要持续进行新技术、新产品的研发与升级。未来若行业内出现太阳能电池转换效率更高且成本更低的新技术路线，而公司未能准确把握技术、产品及市场的发展趋势，可能面临技术优势下降、业务发展速度减缓的风险。
- **实际控制人实施不确定**风险：公司控股股东、实际控制人拟发生变更涉及的交易事项尚需进行尽职调查程序，能否最终实施存在不确定性。

图表 33: 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%
营业税金及附加	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	-13.8%	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%	15.5%	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	584.7	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	三费/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	2,413.1	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	1.9%	2.9%	4.3%	6.1%	8.7%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
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	-	-	-	PB(X)	41.2	21.3	14.5	10.2	7.2
公允价值变动损失	-	-20.9	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.5	1.4	1.2
财务费用	90.9	167.9	123.2	82.0	93.7	P/FCF	-20.7	4.6	-13.7	6.3	5.3
投资收益	-11.7	7.1	7.1	7.1	7.1	P/S	1.9	1.5	0.9	0.8	0.6
少数股东损益	4.8	18.1	14.7	26.0	39.9	EV/EBITDA	8.9	5.3	6.8	4.7	4.2
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%
经营活动产生现金流	11.0	110.7	643.5	1,555.2	-311.8	PEG	0.7	0.5	1.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流	-219.6	-1,394.1	-866.1	-615.3	-427.1	ROIC/WACC	0.9	1.4	1.8	1.5	2.4
融资活动产生现金流	-478.6	1,453.2	937.0	-568.4	1,458.5	REP	1.6	1.4	0.8	0.9	0.5

来源: Wind, 中泰证券研究所, 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。