

获量产型 HJT 整线订单，持续中标龙头企业

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-05-26
收盘价(元)	109.00
流通股本(亿股)	2.73
每股净资产(元)	21.61
总股本(亿股)	3.48

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超
 SAC 证书编号: S0160522080002
 shewc@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **事件:** 近期公司中标全球头部光伏企业量产型 HJT 整线订单，本次订单采用了公司最新的板式 PECVD 双面微晶工艺。此外公司还积极参与境外及国内多家新能源头部企业的 HJT 项目招标，取得了制绒/板式 PECVD /Cat-CVD /PAR /PVD /印刷等十余项单机设备中标通知书及重复订单，标志着公司稳步推进的 HJT 电池全路线全工序装备在技术和工艺上持续获得突破，获得市场广泛认可。
- ❖ **持续研发投入，具备不断提升 HJT 电池转换效率能力。** 公司深入研发 PECVD /Cat-CVD /RPD /PAR /PVD、印刷/铜电镀/新型组件焊接等先进技术和装备，积极推进 HJT 的产业化发展。通过自主研发 HJT 电池工艺技术，具备为客户提供 HJT 电池整线交钥匙工程的能力。
- ❖ **横向布局多条技术路线，未来有望持续放量。** 除了 TOPCon，钙钛矿路线，公司作为太阳能电池设备的领先企业，根据客户的需求提供设备解决方案，包括 PERC、HJT、HBC、IBC 及钙钛矿叠层等技术的设备，公司在各电池技术路线上都进行了设备技术的布局，目前已经成为以 TOPCon 为主流技术路线的主要设备供应商，并行打造成为光伏设备龙头企业，并且在新一代技术路线上推出了在降本或增效上具有优势的差异化设备产品。根据中国光伏行业协会的数据，2022 年全球光伏新增装机量达到了 230GW，同比增长了 35.3%。预计在光伏发电成本不断降低以及全球绿色复苏等积极因素的推动下，2023 年全球光伏新增装机量将在 280GW 至 330GW 之间，保持快速增长势头。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.48/23.94/32.67 亿元，对应 PE 分别为 26/17/12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游行业景气度不及预期、产品研发不及预期、竞争加剧等。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5047	6005	10036	14992	19590
收入增长率(%)	24.80	18.98	67.12	49.38	30.67
归母净利润(百万元)	717	1047	1548	2394	3267
净利润增长率(%)	37.16	45.93	47.85	54.69	36.43
EPS(元/股)	2.12	3.01	4.44	6.88	9.38
PE	53.92	37.88	25.87	16.72	12.26
ROE(%)	11.57	14.53	17.74	21.53	22.71
PB	6.42	5.51	4.59	3.60	2.78

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5047.21	6005.04	10035.83	14991.99	19590.10	成长性					
减:营业成本	3805.77	4477.35	7408.41	10974.98	14186.57	营业收入增长率	24.8%	19.0%	67.1%	49.4%	30.7%
营业税费	21.41	29.52	50.18	74.96	97.95	营业利润增长率	40.7%	42.7%	48.6%	54.7%	36.4%
销售费用	71.36	109.92	200.72	299.84	391.80	净利润增长率	37.2%	45.9%	47.8%	54.7%	36.4%
管理费用	101.51	124.20	210.75	314.83	411.39	EBITDA 增长率	20.3%	13.0%	78.1%	54.7%	36.4%
研发费用	237.82	285.66	481.72	719.62	940.32	EBIT 增长率	19.8%	12.0%	88.9%	54.7%	36.4%
财务费用	-6.76	-216.19	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	19.4%	14.3%	88.9%	54.7%	36.4%
资产减值损失	-63.73	-87.84	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	92.7%	20.9%	20.2%	26.5%	28.6%
加:公允价值变动收益	2.04	24.24	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	104.4%	16.1%	21.1%	27.4%	29.4%
投资和汇兑收益	-12.97	13.13	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	817.27	1166.59	1733.64	2681.84	3658.86	毛利率	24.6%	25.4%	26.2%	26.8%	27.6%
加:营业外净收支	-0.95	6.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	16.2%	19.4%	17.3%	17.9%	18.7%
利润总额	816.32	1172.58	1733.64	2681.84	3658.86	净利润率	14.1%	17.4%	15.4%	16.0%	16.7%
减:所得税	102.54	126.03	186.33	288.23	393.24	EBITDA/营业收入	17.1%	16.2%	17.3%	17.9%	18.7%
净利润	717.40	1046.87	1547.78	2394.32	3266.59	EBIT/营业收入	16.2%	15.3%	17.3%	17.9%	18.7%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	3990.91	4026.94	6085.48	8479.08	11744.70	固定资产周转天数	21	25	18	12	9
交易性金融资产	98.58	1433.58	1433.58	1433.58	1433.58	流动营业资本周转天数	81	93	60	33	25
应收账款	1323.74	1857.54	0.00	0.00	0.00	流动资产周转天数	726	875	454	216	217
应收票据	1473.19	1826.82	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	83	95	33	—	—
预付帐款	108.75	301.20	0.00	0.00	0.00	存货周转天数	372	446	172	—	—
存货	4032.94	7067.69	0.00	0.00	0.00	总资产周转天数	787	957	512	255	247
其他流动资产	67.39	60.38	60.38	60.38	60.38	投资资本周转天数	337	412	297	246	240
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11.6%	14.5%	17.7%	21.5%	22.7%
长期股权投资	76.86	63.98	63.98	63.98	63.98	ROA	5.6%	5.5%	16.4%	20.3%	21.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.5%	10.9%	17.1%	20.9%	22.2%
固定资产	329.65	488.19	488.19	488.19	488.19	费用率					
在建工程	47.47	200.92	200.92	200.92	200.92	销售费用率	1.4%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	155.07	149.61	149.61	149.61	149.61	管理费用率	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	142.44	75.30	128.85	128.85	128.85	财务费用率	-0.1%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	12782.95	19135.82	9422.58	11816.19	15081.80	三费/营业收入	3.3%	0.3%	4.1%	4.1%	4.1%
短期债务	13.47	314.22	314.22	314.22	314.22	偿债能力					
应付帐款	1885.39	3419.44	0.00	0.00	0.00	资产负债率	51.5%	62.4%	7.4%	5.9%	4.6%
应付票据	364.90	1578.20	0.00	0.00	0.00	负债权益比	106.1%	165.7%	8.0%	6.3%	4.9%
其他流动负债	182.13	323.36	323.36	323.36	323.36	流动比率	1.78	1.48	12.15	15.88	20.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.06	0.79	11.73	15.47	20.57
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	44.63	126.42	—	—	—
负债总额	6579.35	11932.47	697.74	697.74	697.74	分红指标					
少数股东权益	1.18	0.80	0.34	-0.37	-1.35	DPS(元)	0.18	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	348.28	348.23	348.23	348.23	348.23	分红比率					
留存收益	2207.34	3191.53	4727.26	7121.58	10388.17	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6203.59	7203.35	8724.84	11118.44	14384.06	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	2.12	3.01	4.44	6.88	9.38
净利润	717.40	1046.87	1547.78	2394.32	3266.59	BVPS(元)	17.81	20.68	25.06	31.93	41.31
加:折旧和摊销	42.13	55.75	0.00	0.00	0.00	PE(X)	53.9	37.9	25.9	16.7	12.3
资产减值准备	127.19	183.46	0.00	0.00	0.00	PB(X)	6.4	5.5	4.6	3.6	2.8
公允价值变动损失	-2.04	-24.24	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	29.45	-34.50	0.00	0.00	0.00	P/S	7.9	6.6	4.0	2.7	2.0
投资收益	12.97	-9.46	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	41.6	37.0	19.8	11.9	7.8
少数股东损益	-3.61	-0.31	-0.46	-0.71	-0.97	CAGR(%)					
营运资金的变动	451.32	278.99	577.82	0.00	0.00	PEG	1.5	0.8	0.5	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	1349.50	1451.28	2121.73	2394.48	3266.76	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-571.32	-1761.59	-39.85	-0.88	-1.15	REP					
融资活动产生现金流量	2241.38	208.93	-11.31	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。