

苏州固锴(002079)

报告日期: 2023年03月02日

光伏低温银浆冠军: 业绩符合预期, 期待 HJT 产业化提速

——苏州固锴点评报告

投资要点

- 2022 年业绩快报: 实现扣非后净利润 2.3 亿元, 同比增长 37%, 符合预期**

1) 2022 年业绩符合预期: 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 72%; 实现扣非后净利润 2.3 亿元, 同比增长 37%; 实现基本每股收益 0.47 元/股。2) 业绩变动原因: 2022 年公司半导体业务相对平稳。受益于光伏装机量高景气, 公司光伏银浆出货量及营业收入大幅增长。公司参与投资的苏州国润瑞琪创业投资企业(有限合伙)所投资的项目上市, 导致公司持有的金融资产公允价值大幅增长。2022 年非经常性损益对公司净利润影响为 1.5 亿元。
- 光伏银浆: HJT 产业化提速拉动低温银浆需求, 预计未来三年营收 CAGR36%**

(1) 光伏银浆市场空间五年 CAGR 达 22%: 政策驱动叠加行业持续降本, 预计光伏行业十年迎十倍增长, HJT 在转换效率、工艺步骤和温度、双面率、抗衰减性等方面优势明显, 将成为第三代电池片技术主流。根据深度报告, 光伏银浆作为核心辅材 2025 年市场空间有望达 350 亿元, 2020-2025 年 CAGR 达 22%, 其中 HJT 低温银浆市场空间占比有望从 2022 年的 9% 提升至 2025 年的 46%。
(2) 公司是 HJT 低温银浆绝对龙头, 2022 年市占率约 51%: 2021 年公司光伏银浆共出货 229.3 吨, 位居全国前三, 其中 HJT 低温银浆 5.14 吨, 国内排名第一。根据我们深度报告测算, 预计公司 2022 年 HJT 低温银浆出货量约 40 吨, 市占率达 51%。公司创新开发新一代高效低量快速印刷低温银浆产品、银包铜 HJT 低温浆料、银包铜主栅浆料等产品, 下游客户认可度高。
- 半导体: 汽车/光伏/工控半导体景气度高, 预计未来三年营收稳健增长**

(1) 半导体市场空间稳步向上: 半导体产业受益于新能源汽车、光伏、工业控制等产业蓬勃发展迎来机遇。根据深度报告, WSTS 预计至 2025 年中国半导体市场规模将达到 3070 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 为 12.4%。
(2) 公司具备世界一流的二极管制造实力: 公司专注于半导体整流器件芯片、功率二极管、整流桥和 IC 封装测试领域, 遵循“半导体一站式超市”的经营模式, 在二极管制造方面具有世界一流水平, 整流二极管销售额连续十多年居中国前列。2022 年 2 月, 公司设立全资子公司苏州德信, 主要聚焦于高端功率半导体芯片, 旨在抢抓新能源市场机遇, 完善公司汽车半导体产品布局。
- 发布股权激励草案彰显发展信心, 2022-2024 年目标应收累计不低于 100 亿元**

根据公司 2022 年 9 月发布的股票期权激励计划(草案), 公司 2022-2024 年三年累计目标营收不低于 100 亿元, 据此目标保守测算, 公司 2021-2024 年营收复合增速超过 15%, 彰显未来发展信心。
- 盈利预测及估值: 半导体、光伏银浆龙头, HJT 产业化提速拉动业绩增长**

预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.7/3.0/3.7 亿元, 同比增长 71%/20%/23%, 对应 PE32/40/33 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示: HJT/TOPCon 产业化进度不及预期; 半导体下游需求不及预期等**

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2476	3269	4039	5128
(+/-) (%)	37%	32%	24%	27%
归母净利润	218	372	298	366
(+/-) (%)	50%	71%	-20%	23%
每股收益(元)	0.27	0.46	0.37	0.45
P/E	55	32	40	33

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬
执业证书号: S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥14.89
总市值(百万元)	12,029.43
总股本(百万股)	807.89

股票走势图



相关报告

- 《扣非净利润符合预期, 光伏低温银浆冠军受益 HJT 产业化提速——苏州固锴点评报告》 2023.02.02
- 《光伏低温银浆冠军, 受益 HJT 产业化提速——苏州固锴深度报告》 2022.10.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2015	2615	2946	3470
现金	683	888	932	960
交易性金融资产	140	262	201	232
应收账款	699	910	1113	1396
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	20	20	27	36
存货	347	396	519	676
其他	125	137	151	166
非流动资产	1021	1190	1158	1231
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	125	150	165	181
固定资产	503	520	547	591
无形资产	18	12	10	8
在建工程	88	150	184	151
其他	287	358	250	298
资产总计	3036	3804	4103	4700
流动负债	579	982	1002	1256
短期借款	53	366	192	243
应付款项	429	482	621	823
预收账款	29	0	0	0
其他	69	135	189	189
非流动负债	44	51	51	49
长期借款	12	12	12	12
其他	31	39	39	36
负债合计	623	1033	1053	1304
少数股东权益	21	40	56	70
归属母公司股东权益	2392	2731	2995	3326
负债和股东权益	3036	3804	4103	4700

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	118	30	333	108
净利润	221	392	313	380
折旧摊销	77	37	40	44
财务费用	2	9	36	7
投资损失	(10)	(160)	(10)	(10)
营运资金变动	(49)	(146)	(43)	(136)
其它	(121)	(103)	(3)	(178)
投资活动现金流	(115)	(96)	(44)	(90)
资本支出	(103)	(112)	(98)	(52)
长期投资	(69)	(25)	(15)	(16)
其他	58	41	69	(22)
筹资活动现金流	275	271	(245)	10
短期借款	2	313	(174)	52
长期借款	12	0	0	0
其他	261	(42)	(71)	(42)
现金净增加额	279	205	44	28

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2476	3269	4039	5128
营业成本	2006	2718	3365	4291
营业税金及附加	10	14	17	21
营业费用	68	65	76	106
管理费用	58	55	60	88
研发费用	103	128	151	192
财务费用	2	9	36	7
资产减值损失	25	10	12	27
公允价值变动损益	20	(8)	0	0
投资净收益	10	160	10	10
其他经营收益	28	17	20	22
营业利润	262	438	352	427
营业外收支	(7)	(3)	(4)	(4)
利润总额	255	435	348	422
所得税	35	44	35	42
净利润	221	392	313	380
少数股东损益	3	20	16	14
归属母公司净利润	218	372	298	366
EBITDA	325	471	389	464
EPS (最新摊薄)	0.27	0.46	0.37	0.45

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	37.18%	32.04%	23.54%	26.98%
营业利润	51.15%	67.22%	-19.71%	21.31%
归属母公司净利润	49.83%	70.94%	-20.03%	22.91%
获利能力				
毛利率	18.96%	16.84%	16.69%	16.32%
净利率	8.91%	11.98%	7.76%	7.41%
ROE	10.07%	14.36%	10.23%	11.35%
ROIC	8.72%	12.56%	9.81%	10.54%
偿债能力				
资产负债率	20.52%	27.16%	25.66%	27.75%
净负债比率	10.47%	36.55%	19.37%	19.59%
流动比率	3.48	2.66	2.94	2.76
速动比率	2.88	2.26	2.42	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.96	1.02	1.17
应收账款周转率	4.93	4.91	4.74	4.82
应付账款周转率	8.49	8.77	8.75	8.55
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.46	0.37	0.45
每股经营现金	0.15	0.04	0.41	0.13
每股净资产	2.96	3.38	3.71	4.12
估值比率				
P/E	55.25	32.32	40.42	32.88
P/B	5.03	4.40	4.02	3.62
EV/EBITDA	31.28	23.98	28.69	24.06

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>