

金辰股份(603396)

报告日期: 2022年10月28日

持续加码研发; 期待 HJT 和 TOPCon 设备进入收获期

——金辰股份点评报告

投资要点

□ 2022年三季报: 业绩同比下滑 30%; HJT+TOPCon 设备双轮驱动、未来成长潜力大

1) **2022年三季报业绩:** 营收 14.5 亿元、同比增长 38%, 归母净利润 0.55 亿元、同比变化-30%。单 Q3 季度: 营收 5 亿元、同比增长 43%; 归母净利润 0.12 亿元、同比变化-31%。主要受信用减值损失影响 (2022 年前三季度 0.74 亿元)。公司基于 HJT+TOPCon 技术双轮驱动战略、未来业绩成长潜力大。

2) **盈利能力:** 2022 年前三季度毛利率 28.5%、净利率 4.3%。单 Q3 季度毛利率 31.2%、净利率 4.1%。公司 Q3 单季毛利率环比 Q2 单季回升 6.6pct, 净利率主要受资产+信用减值影响。

3) **研发投入:** 2022 年前三季度 1.04 亿元, 同比增长 58%, 占营收比 7.2%。公司组建了具有国际先进水平的太阳能电池真空设备研发团队, 并在苏州、营口、北京、沈阳和秦皇岛等地建立研发中心或技术中心, 开发应用于 HJT 和 TOPCon 电池的大产能 PECVD 以及产线相配套的其它真空以及热制成设备, 我们预计公司未来将具备整线交付能力。

4) **合同负债:** 2022 年前三季度 6.3 亿元, 同比增长 6%。公司为光伏电池 HJT 设备+TOPCon 设备稀缺标的, 预计随着 2023 年新产品的放量, 公司订单有望提升。

□ 厚积薄发: 光伏 HJT+TOPCon 设备均迈向头部, 组件设备龙头将二次腾飞

1) **HJT 设备: 迈向量产阶段、行业千亿潜在市值空间。**公司首台量产微晶设备已成功交付、进行中试/量产级别验证。我们预计 2025 年 HJT 设备行业市值将达 3000 亿元 (120 亿利润、25 倍 PE), 公司 PECVD 设备产能大、成本低, 设备进展有望超预期。

2) **TOPCon 设备: 设备开始进入市场、百亿潜在市值空间。**公司聘请中科院宁波所资深科学家任公司首席科学家, 管式 PECVD 样机已在晶澳、东方日升、晶科等客户试用, 进展顺利。我们预计 2025 年 TOPCon 设备行业市值 373 亿元 (15 亿利润、25 倍 PE), 公司将受益。

3) **组件设备:** 预计 2025 年组件设备 (流水线+层压机) 市场规模 89 亿元, 2021-2025 年 CAGR 约达 23%。公司为组件设备龙头, 发布“M”系列高效组件装备产线, 预计稳健增长。

4) **投实验线, 向 N 型电池+组件设备“一体化”供应商布局:** 公司投资 1.02 亿元建设“高效电池&高效组件研发实验室”、年底投入使用, 为高效电池+组件研发测试提供完整平台。

5) **扩充产能:** 公司计划投资 4 亿元建金辰智能制造华东基地, 同时拟自有资金投设全资子公司南通金诺, 借助长三角产业链配套优势扩建光伏设备产能, 彰显未来订单信心。

□ 盈利预测: 看好公司光伏 HJT 和 TOPCon 设备均迈向头部

预计公司 2022-2024 年净利润为 0.9/2.1/4.1 亿元, 同比增长 51%/131%/92%, 对应 PE 为 119/52/27 倍。我们测算: 如公司在 HJT+TOPCon 设备均处第三位置, 则 2025 年潜在市值空间 305 亿元; 如均处第二位置, 则 2025 年潜在市值有望达 575 亿。维持“买入”评级。

□ 风险提示: HJT/TOPCon 电池设备推进速度不达预期; 下游扩产不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1610	2295	4030	6580
(+/-) (%)	52%	43%	76%	63%
归母净利润	61	92	212	407
(+/-) (%)	51%	51%	131%	92%
每股收益(元)	0.6	0.8	1.8	3.5
P/E	171	119	52	27

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

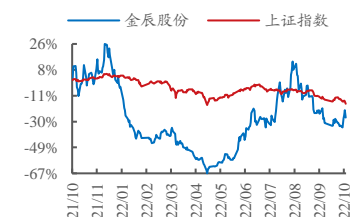
分析师: 李思扬

执业证书号: S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥93.84
总市值(百万元)	10,912.94
总股本(百万股)	116.29

股票走势图



相关报告

1 《成立南通金诺再扩产能, 期待光伏电池片设备订单获突破——金辰股份点评报告》

2022.10.09

2 《研发投入高增, 与隆基等合作; 期待 HJT/TOPCon 设备突破——金辰股份点评报告》

2022.08.30

3 《TOPCon 设备开始进入市场; 发布“M”系高效组件设备——金辰股份点评报告》

2022.08.28

■ 可比公司盈利预测与估值。

表 1：重点推荐公司盈利预测及估值

日期：2022/10/28		EPS/元				PE				2021A			
公司	代码	股价/元	总市值/亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE (%)
迈为股份	300751	478.8	828	3.7	5.3	8.8	12.9	43	90	54	37	12.5	25
捷佳伟创	300724	143.1	498	2.1	2.9	3.7	4.6	40	50	38	31	6.7	14
平均								41	70	46	34	9.6	20

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

- 参考光伏设备行业历史，行业进入成熟期后、竞争格局相对集中。我们假设龙一占据 60%以上份额、龙二占据 20%以上份额、龙三占据 10%左右份额。我们测算如公司在 HJT+TOPCon 设备均处第三位置，则潜在市值空间 305 亿元；如均处第二位置，则潜在市值有望达 575 亿。我们进行公司 2025 年潜在市值测算（以下未包含光伏组件业务——我们测算估值近 35 亿元市值）。（测算来源：【金辰股份】深度：厚积薄发；光伏 HJT 和 TOPCon 设备均迈向头部-浙商机械-20220729）

表 2：金辰股份 HJT+TOPCon 成长空间测算，有望迈向头部、成长潜力空间大

				HJT 设备		
2025 年金辰电池片设备市值空间（亿元）				3005		
TOPCon 设备	373	市占率假设/潜在市值测算		龙一	龙二	龙三
				60%	20%	10%
		龙一	60%	1621 亿元	660 亿元	419 亿元
		龙二	20%	1502 亿元	540 亿元	300 亿元
		龙三	10%	1472 亿元	511 亿元	270 亿元

资料来源：浙商证券研究所预测

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	2630	3466	5292	7918
现金	426	344	338	369
交易性金融资产	182	0	0	0
应收账款	737	943	1443	2120
其它应收款	13	30	61	80
预付账款	54	96	164	245
存货	937	1773	3007	4823
其他	280	280	280	280
非流动资产	326	547	776	942
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	1	2	1
固定资产	203	298	429	562
无形资产	11	11	11	12
在建工程	10	160	247	271
其他	101	76	87	96
资产总计	2955	4012	6067	8860
流动负债	1492	2425	4208	6477
短期借款	290	885	1875	2606
应付款项	543	778	1319	2116
预收账款	404	472	613	1335
其他	256	290	400	419
非流动负债	16	6	7	10
长期借款	0	0	0	0
其他	16	6	7	10
负债合计	1508	2431	4215	6486
少数股东权益	48	73	132	246
归属母公司股东权益	1400	1508	1720	2127
负债和股东权益	2955	4012	6067	8860

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(83)	(578)	(685)	(398)
净利润	78	117	271	521
折旧摊销	23	18	26	35
财务费用	14	28	71	112
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(27)	(11)	33	497
其它	(169)	(728)	(1084)	(1562)
投资活动现金流	(185)	(83)	(241)	(191)
资本支出	(28)	(261)	(241)	(191)
长期投资	5	(3)	0	1
其他	(163)	182	(0)	(0)
筹资活动现金流	431	578	920	620
短期借款	90	595	990	731
长期借款	0	0	0	0
其他	341	(16)	(70)	(111)
现金净增加额	164	(82)	(7)	32

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1610	2295	4030	6580
营业成本	1124	1612	2733	4385
营业税金及附加	13	18	32	52
营业费用	63	87	153	250
管理费用	105	150	264	431
研发费用	130	161	262	395
财务费用	14	28	71	112
资产减值损失	74	92	161	263
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	14	7	9	10
营业利润	104	157	366	705
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	106	159	367	707
所得税	28	42	97	186
净利润	78	117	271	521
少数股东损益	17	26	59	114
归属母公司净利润	61	92	212	407
EBITDA	137	201	458	850
EPS (最新摊薄)	0.55	0.79	1.82	3.50

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	51.76%	42.58%	75.58%	63.27%
营业利润	23.51%	51.79%	132.16%	92.89%
归属母公司净利润	50.62%	50.87%	130.60%	92.41%
获利能力				
毛利率	30.16%	29.78%	32.17%	33.36%
净利率	4.83%	5.11%	6.72%	7.92%
ROE	4.92%	6.06%	12.32%	19.27%
ROIC	4.89%	5.63%	8.82%	12.64%
偿债能力				
资产负债率	51.03%	60.58%	69.47%	73.21%
净负债比率	19.81%	36.53%	44.57%	40.26%
流动比率	1.76	1.43	1.26	1.22
速动比率	1.13	0.70	0.54	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.66	0.80	0.88
应收账款周转率	2.59	2.59	2.96	3.04
应付账款周转率	3.12	3.58	3.83	3.75
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.79	1.82	3.50
每股经营现金	-0.71	-4.97	-5.89	-3.42
每股净资产	12.03	12.97	14.79	18.29
估值比率				
P/E	170.62	118.95	51.58	26.81
P/B	7.80	7.23	6.34	5.13
EV/EBITDA	102.49	57.32	27.52	15.78

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>