

聚和材料 (688503) \ 电力设备与新能源

业绩符合预期, TOPCon 银浆量利齐升

事件:

2023年4月, 聚和材料发布2022年报和2023年一季报, 公司2022年实现营业收入65.04亿元, 同比增长27.94%, 实现归母净利润3.91亿元, 同比增长58.53%。2023年第一季度, 公司实现营业收入17.84亿元, 同比增长5.31%, 实现归母净利润1.24亿元, 同比增加19.70%, 业绩整体符合预期。

► 一季度业绩符合预期, 盈利能力有望逐季提升

2022年公司综合毛利率11.55%, 同比上升1.07pct。2022年Q1至Q4公司毛利率分别为11.13%/11.74%/10.91%/12.40%, 全年净利率为6.01%, 同比上升1.16pct。由于2023年Q1银价部分上涨, 公司显性毛利率略有下降, 2023年Q1毛利率为8.72%, 公司经营规模化效应不断凸显, 净利率同环比均有提升, Q1实现净利率6.94%。随着2023年TOPCon电池产能不断释放, 公司银浆业务有望迎来量利齐升。

► N型银浆推动盈利高增

N型电池处在迭代初期, 浆料耗量仍处于较高水平, 同时产品价值量相比PERC银浆有望提升。2022年P型电池片银浆耗量约91mg/片, 而N型TOPCon电池银铝浆耗量约115mg/片, HJT低温银浆耗量约为127mg/片, 耗量分别有26%和40%的耗量增加, 同时N型浆料处于辅助N型电池降本增效的关键时期, 因此盈利能力相比P型浆料更高。

► 银浆行业优质龙头

2022年公司正面银浆出货量为1374吨, 成为行业首家年正银出货量超过1000吨的企业, 我们预计公司2023年市占率有望达50%, 目前公司年产3000吨导电银浆项目已成功投产, 且已经掌握TOPCon高效电池成套银浆技术, 长期为通威太阳能、东方日升、横店东磁、晶澳科技、中来光电、润阳悦达、阿特斯、金寨嘉悦、英发睿能等电池片头部制造商提供高效银浆。

► 盈利预测、估值与评级

公司是光伏银浆龙头, 我们预计公司 2023-25 年收入分别为 92.3/124.6/178.9 亿元 (23-24 年原值为 87.3/115.3 亿元), 对应增速分别为 41.9%/35.0%/43.6%, 归母净利润分别为 5.95/8.53/12.19 亿元 (23-24 年原值为 5.90/8.73 亿元), 对应增速分别 52.1%/43.4%/42.9%, 三年 CAGR 为 46.08%, EPS 分别为 5.32/7.62/10.90 元/股, 对应 PE 分别为 23.0/16.1/11.2 倍。鉴于公司 TOPCon 银浆收入未来有望快速增长, 维持原 2023 年目标价 214.23 元, 对应 PE 为 40.27 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 银价波动、银浆行业竞争加剧、下游需求不及预期

投资评级:

行 业: 电力设备与新能源

投资建议: 买入 (维持评级)

当前价格: 122.45 元

目标价格: 214.23 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	112/24
流通 A 股市值 (百万元)	3,000
每股净资产 (元)	40.63
资产负债率 (%)	21.75
一年内最高/最低 (元)	165.00/116.40

股价相对走势



分析师: 贺朝晖

执业证书编号: S0590521100002

邮箱: hezh@glsc.com.cn

相关报告

1、《聚和材料: 光伏银浆龙头迎 N 型时代加速成长》2023.02.24

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,083.93	6,504.21	9,228.62	12,460.97	17,887.66
增长率 (%)	103.14%	27.94%	41.89%	35.03%	43.55%
EBITDA (百万元)	288.65	497.02	764.94	1,124.03	1,579.42
归母净利润 (百万元)	246.78	391.21	595.03	853.26	1,219.40
增长率 (%)	98.62%	58.53%	52.10%	43.40%	42.91%
EPS (元/股)	2.21	3.50	5.32	7.62	10.90
市盈率 (P/E)	55.5	35.0	23.03	16.06	11.24
市净率 (P/B)	11.1	3.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	51.9	30.9	13.3	9.5	7.6

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	107.4	773.2	4,835.3	5,791.2	6,312.4
应收账款+票据	1,861.8	2,014.6	2,858.4	3,859.6	5,540.5
预付账款	140.8	95.3	135.2	182.6	262.1
存货	533.5	604.6	858.2	1,157.5	1,667.3
其他	68.9	2,032.9	2,104.2	2,141.0	2,202.8
流动资产合计	2,712.3	5,520.6	10,791.4	13,131.8	15,985.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	22.9	135.2	329.9	252.5	175.1
在建工程	42.6	2.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	69.0	126.7	105.6	84.5	63.4
其他非流动资产	17.9	26.7	27.2	28.0	30.0
非流动资产合计	152.4	290.7	462.7	365.0	268.5
资产总计	2,864.8	5,811.3	11,254.1	13,496.8	16,253.6
短期借款	1,264.7	765.6	2,365.6	3,565.6	4,765.6
应付账款+票据	237.1	338.1	480.0	647.3	932.5
其他	115.9	141.9	198.8	267.8	385.6
流动负债合计	1,617.7	1,245.6	3,044.3	4,480.8	6,083.7
长期带息负债	0.0	9.1	8.7	5.5	2.5
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	11.3	9.4	9.4	9.4	9.4
非流动负债合计	11.3	18.5	18.2	15.0	12.0
负债合计	1,629.0	1,264.2	3,062.5	4,495.7	6,095.7
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	83.9	111.9	139.9	139.9	139.9
资本公积	704.9	3,597.1	6,649.1	6,649.1	6,649.1
留存收益	446.9	838.1	1,402.6	2,212.1	3,368.9
股东权益合计	1,235.7	4,547.1	8,191.6	9,001.1	10,157.9
负债和股东权益总计	2,864.8	5,811.3	11,254.1	13,496.8	16,253.6

现金流量表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	246.8	391.2	595.0	853.3	1,219.4
折旧摊销	22.2	37.3	99.7	99.7	98.5
财务费用	-0.3	31.9	11.4	86.8	141.1
存货减少	-247.8	-71.1	-253.7	-299.2	-509.8
营运资金变动	-1,344.6	-1,667.0	-1,010.0	-1,148.2	-1,929.1
其它	262.9	60.3	255.0	300.6	511.2
经营活动现金流	-1,060.9	-1,217.4	-302.5	-107.1	-468.8
资本支出	-77.6	-160.5	-270.0	0.0	0.0
长期投资	11.2	-1,998.7	0.0	0.0	0.0
其他	-29.7	23.1	-3.1	-3.4	-3.4
投资活动现金流	-96.1	-2,136.2	-273.1	-3.4	-3.4
债权融资	918.8	-490.0	1,599.6	1,196.8	1,197.0
股权融资	0.0	28.0	28.0	0.0	0.0
其他	275.7	4,456.3	3,010.1	-130.5	-203.6
筹资活动现金流	1,194.5	3,994.3	4,637.7	1,066.3	993.4
现金净增加额	57.8	642.2	4,062.1	955.8	521.3

利润表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,083.9	6,504.2	9,228.6	12,461.0	17,887.7
营业成本	4,551.0	5,752.7	8,166.1	11,013.3	15,864.0
税金及附加	9.7	7.4	10.5	14.2	20.4
营业费用	20.1	24.8	32.3	37.4	35.8
管理费用	216.4	277.4	341.5	348.9	447.2
财务费用	-0.3	31.9	11.4	86.8	141.1
资产减值损失	-1.1	-3.0	-4.2	-5.7	-8.1
公允价值变动收益	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-19.6	23.1	0.0	0.0	0.0
其他	1.7	-2.5	-9.1	-17.4	-31.5
营业利润	266.4	427.6	653.5	937.2	1,339.5
营业外净收益	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
利润总额	266.8	427.8	653.8	937.6	1,339.9
所得税	20.1	36.6	58.8	84.3	120.5
净利润	246.8	391.2	595.0	853.3	1,219.4
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司净利润	246.8	391.2	595.0	853.3	1,219.4

财务比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	103.14%	27.94%	41.89%	35.03%	43.55%
EBIT	82.70%	72.50%	44.71%	53.98%	44.58%
EBITDA	92.89%	72.19%	53.91%	46.94%	40.51%
归母净利润	98.62%	58.53%	52.10%	43.40%	42.91%
获利能力					
毛利率	10.48%	11.55%	11.51%	11.62%	11.31%
净利率	4.85%	6.01%	6.45%	6.85%	6.82%
ROE	19.97%	8.60%	7.26%	9.48%	12.00%
ROIC	18.57%	16.79%	18.91%	20.02%	22.35%
偿债能力					
资产负债	56.86%	21.75%	27.21%	33.31%	37.50%
流动比率	1.7	4.4	3.5	2.9	2.6
速动比率	1.2	3.9	3.2	2.6	2.3
营运能力					
应收账款周转率	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
存货周转率	8.5	9.5	9.5	9.5	9.5
总资产周转率	1.8	1.1	0.8	0.9	1.1
每股指标(元)					
每股收益	2.2	3.5	5.3	7.6	10.9
每股经营现金流	(9.5)	(10.9)	(2.7)	(1.0)	(4.2)
每股净资产	11.0	40.6	73.2	80.4	90.8
估值比率					
市盈率	55.5	35.0	23.0	16.1	11.2
市净率	11.1	3.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	51.9	30.9	13.3	9.5	7.6
EV/EBIT	56.2	33.4	15.3	10.5	8.1

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 19 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695