新时代证券 New Times Securities

在手订单充足，组件及电池片设备新产品技术逐步成熟

——金辰股份动态研究报告

研究简报

郭泰（分析师） 021-68865595 guotai@xsdzq.cn 证书编号：S0280518010004
陈皓（分析师） 010-83561000 chenhao1@xsdzq.cn 证书编号：S0280518110001
开文明（分析师） 021-68865582 kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号：S0280517100002

● 组件叠瓦设备、电池片设备将助力公司增长，维持“推荐”评级：

公司为国内光伏组件设备龙头，预计将通过叠瓦设备和电池片设备等新产品打开成长空间，充分受益光伏平价上网周期中的设备技术迭代需求。考虑 2018 年光伏行业受 531 政策的影响，使得短期产能扩建和设备需求下滑，我们下调 2018 年盈利预测，预计 2018-2020 年公司归母净利润为 0.88（-0.14）/1.32/1.86 亿元，EPS 为 1.16（-0.19）/1.75/2.46 元，维持“推荐”评级。

● 光伏行业迎政策利好，新增装机量有望持续增长：

2019 年 1 月 9 日、国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，从建设规模、保障消纳、接网建设等多方面对光伏、风电无补贴项目做出政策支持。2019 年 2 月 18 日，国家能源局新能源司就光伏发电建设管理相关工作征求企业意见，或将“以补贴额定装机量”，以市场决定装机规模。我们认为平价上网项目将对光伏新增装机形成增量，提振行业需求，预计 2019 年国内光伏新增装机需求 45-50GW。

● 技术迭代促进光伏成本下降，关键设备环节将充分受益：

电池片方面，高效 Perc 单晶硅电池的技术逐渐成熟和渗透率提升，使得电池片成本和转化效率优化。组件环节中，半片、多主栅、叠瓦技术等陆续涌现，预计将有效提高光伏组件的功率，降低组件成本。我们认为在光伏电池片和组件生产工艺的技术迭代为当前阶段提升光伏发电的转化效率和功率、降低成本的重要助推因素。在光伏行业逐渐进入平价上网的过程中，下游新产能的扩建和设备的更迭升级将促进光伏关键设备环节的需求爆发。

● 公司为组件设备龙头，在手订单约 10 亿具备坚实业绩基础：

公司为光伏组件自动化设备龙头供应商，2017 年公司组件设备销售规模的市场份额约 35-40%。2018 年前三季度，公司营业收入同比增长 26.9%，三季度末公司存货为 5.76 亿元，预收款项为 4.05 亿元均创历史新高，表明公司在手订单持续增长。预计 2018 年底公司在手订单约 10 亿元，将为 2019 年业绩增长提供良好基础。

● 研发叠瓦组件设备，布局电池片设备，预计打开 50 亿以上新市场空间：

公司顺应行业发展趋势，不断对自身设备技术进行迭代升级。目前公司持续研发叠瓦组件设备，将继续巩固在组件环节的龙头地位。公司目标进一步拓展光伏电池片生产的清洗制绒、丝网印刷、扩散和沉积等核心功能设备。按光伏电池片和组件新增产能 25GW 估算，预计公司叠瓦设备和丝网印刷等电池片设备形成销售后，将拓展 50 亿以上市场，打开新的成长空间。

● 风险提示： 大客户产能扩建低于预期、新产品拓展不达预期

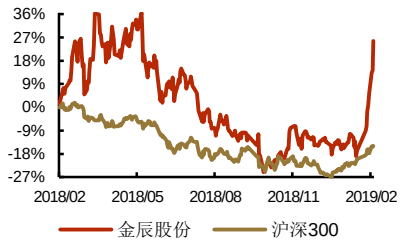
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	429	571	712	944	1,277
增长率(%)	46.6	33.2	24.8	32.4	35.3
净利润(百万元)	65	76	88	132	186
增长率(%)	1.2	16.5	15.1	50.5	40.7
毛利率(%)	46.0	44.3	39.8	41.9	42.5
净利率(%)	15.3	13.3	12.3	14.0	14.5
ROE(%)	16.4	9.3	10.0	13.7	16.6
EPS(摊薄/元)	0.87	1.01	1.16	1.75	2.46
P/E(倍)	34.5	29.6	25.7	17.1	12.1
P/B(倍)	5.4	2.7	2.5	2.3	1.9

推荐（维持评级）

市场数据	时间 2019.02.20
收盘价(元):	38.53
一年最低/最高(元):	22.4/45.18
总股本(亿股):	0.76
总市值(亿元):	29.11
流通股本(亿股):	0.32
流通市值(亿元):	12.16
近 3 月换手率:	182.61%

股价一年走势



收益涨幅（%）

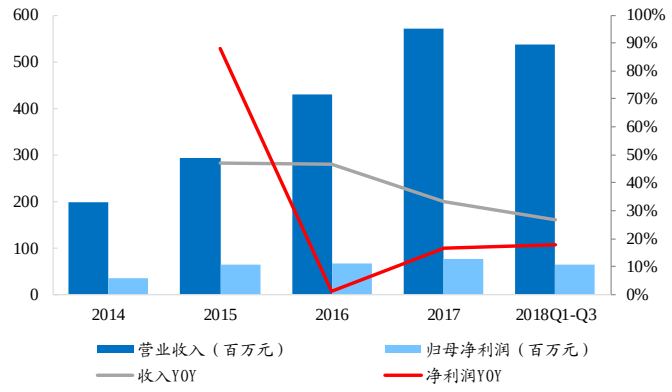
类型	一个月	三个月	十二个月
相对	27.0	19.73	26.31
绝对	35.57	24.13	13.02

相关报告

《业绩符合预期，持续拓展太阳能电池片设备领域》2018-08-28

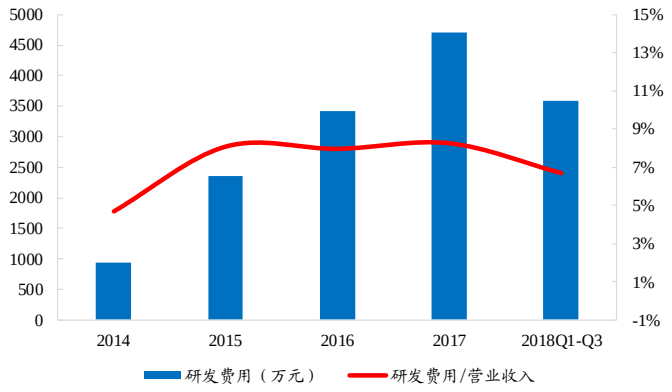
《光伏组件自动化设备龙头，拓展电池片设备静待平价化景气期》2018-07-11

图1: 2018Q1-Q3 公司业绩维持一定增长



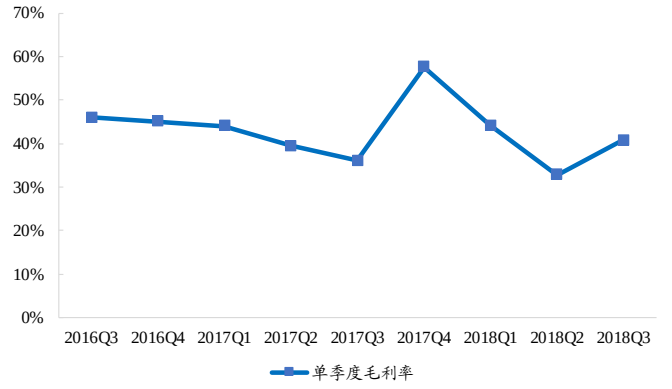
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图2: 公司保持较高水平的研发投入



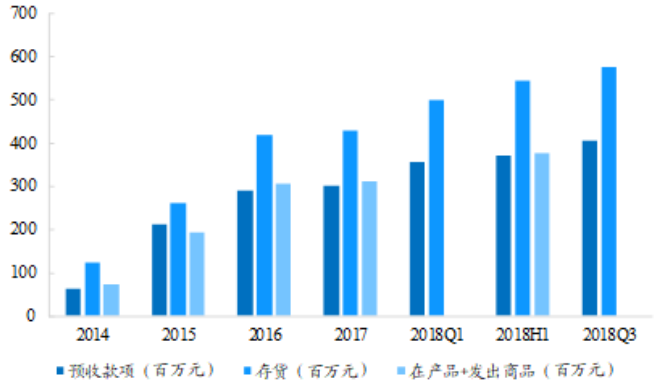
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图3: 2018Q3 公司单季度毛利率明显提升



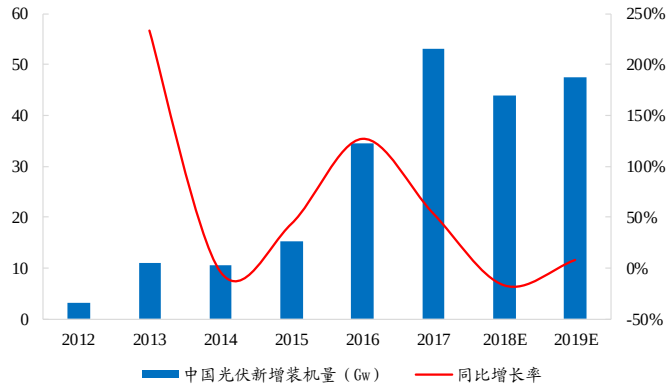
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图4: 预收款与存货表明公司在手订单持续增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5: 预计 2019 国内光伏新增装机量转为正增长



资料来源：Solarzoom、新时代证券研究所预测

图6: 叠瓦组件优势突出，或将成为新的主流技术

技术工艺	常规组件	半片组件	多主栅组件	叠瓦组件
功率（60片，W）	295	305	315	325~330
单瓦成本	高	中	中	低
技术难度	低	低	中	高
优势	-	容易量产	外观改动小	发电面积、功率大幅提高
设备投资	-	较低	略高	约2倍于普通组件

资料来源：PV Infolink、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	763	1209	1528	1762	2485
现金	106	443	512	570	800
应收账款	144	196	121	264	192
其他应收款	26	13	32	19	36
预付账款	5	25	5	32	15
存货	**420**	**430**	**771**	**729**	**1303**
其他流动资产	62	103	86	148	139
非流动资产	150	235	237	252	274
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	131	161	165	171	182
无形资产	8	8	9	9	7
其他非流动资产	**11**	**65**	**63**	**72**	**85**
资产总计	**912**	**1444**	**1764**	**2014**	**2759**
流动负债	487	610	864	998	1568
短期借款	60	75	30	30	30
应付账款	89	171	238	340	524
其他流动负债	**338**	**364**	**596**	**628**	**1014**
非流动负债	2	2	2	2	3
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
负债合计	**489**	**612**	**866**	**1000**	**1571**
少数股东权益	5	6	9	16	27
股本	57	76	76	76	76
资本公积	145	455	455	455	455
留存收益	210	286	349	446	585
归属母公司股东权益	419	826	890	999	1161
负债和股东权益	**912**	**1444**	**1764**	**2014**	**2759**

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-7	27	159	121	302
净利润	69	78	90	139	198
折旧摊销	14	13	14	16	18
财务费用	-3	9	6	9	10
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-106	-81	50	-43	77
其他经营现金流	19	8	0	0	0
投资活动现金流	-5	-40	-16	-31	-39
资本支出	**6**	**40**	**2**	**15**	**22**
长期投资	0	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	1	0	-14	-15	-17
筹资活动现金流	-19	344	-74	-32	-33
短期借款	**-15**	**15**	**-45**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	1
普通股增加	0	19	0	0	0
资本公积增加	0	310	0	0	0
其他筹资现金流	**-4**	**0**	**-29**	**-33**	**-33**
现金净增加额	**-29**	**329**	**69**	**58**	**230**

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**429**	**571**	**712**	**944**	**1277**
营业成本	232	318	429	549	734
营业税金及附加	4	8	8	12	16
营业费用	37	43	50	68	92
管理费用	66	86	98	128	174
财务费用	-3	9	6	9	10
资产减值损失	14	11	9	8	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	0
营业利润	80	96	114	169	240
营业外收入	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
营业外支出	0	1	6	2	2
利润总额	82	97	110	169	240
所得税	**12**	**19**	**20**	**30**	**42**
净利润	69	78	90	139	198
少数股东损益	**4**	**2**	**2**	**7**	**12**
归属母公司净利润	65	76	88	132	186
EBITDA	**96**	**102**	**113**	**170**	**239**
EPS（元）	0.87	1.01	1.16	1.75	2.46

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	46.6	33.2	24.8	32.4	35.3
营业利润(%)	29.5	20.3	18.4	48.6	42.2
归属于母公司净利润(%)	1.2	16.5	15.1	50.5	40.7
获利能力					
毛利率(%)	46.0	44.3	39.8	41.9	42.5
净利率(%)	15.3	13.3	12.3	14.0	14.5
ROE(%)	16.4	9.3	10.0	13.7	16.6
ROIC(%)	14.5	7.8	8.8	12.3	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.6	42.4	49.1	49.6	56.9
净负债比率(%)	-10.8	-44.2	-53.6	-53.2	-64.7
流动比率	1.6	2.0	1.8	1.8	1.6
速动比率	0.7	1.3	0.9	1.0	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.1	3.4	4.5	4.9	5.6
应付账款周转率	3.0	2.5	2.1	1.9	1.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.01	1.16	1.75	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.16	1.33	2.11	1.60	3.99
每股净资产(最新摊薄)	5.54	10.93	11.78	13.22	15.37
估值比率					
P/E	34.5	29.6	25.7	17.1	12.1
P/B	5.4	2.7	2.5	2.3	1.9
EV/EBITDA	23.1	18.6	15.8	10.2	6.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验 5 年，2017 年 12 月进入新时代证券研究所。2013-2017 年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014 年新财富军工行业第 1 名团队成员，2015 年新财富机械行业第 6 名，2016 年金牛奖装备制造业第 3 名，2017 年新财富机械行业入围。

陈皓，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2 年机械行业研究经验，2018 年 3 月进入新时代证券研究所，2017 年卖方分析师水晶球奖机械行业第 6 名团队成员。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/