

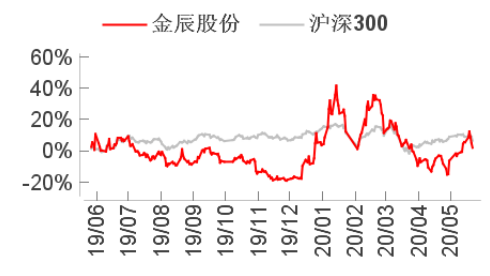
更改募集方式加速 HJT 项目落地，静待先进电池工艺设备年内落地



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年05月22日)	21.09元
目标价格	24.96元
52周最高价/最低价	32.42/16.74元
总股本/流通A股(万股)	10,578/4,420
A股市值(百万元)	2,231
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2020年05月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.39	5.40	-23.31	-32.10
相对表现	-1.12	5.80	-15.47	-36.89
沪深300	-2.27	-0.40	-7.84	4.79



资料来源: WIND、东方证券研究所

事件: 5月23日,公司发布了非公开发行A股股票的预案;根据公告,本次非公开发行募集资金金额不超过38,000万元(含38,000万元),扣除发行费用后的募集资金净额将用于HJT高效电池片PECVD设备项目以及用于补充流动资金;另外,公司公告终止公开发行A股可转换公司债券。

核心观点

- **募集资金仍用于HJT高效电池片PECVD项目;**根据非公开发行预案,公司拟将募集资金中2.75亿元用于HJT高效电池PECVD项目;其余1.05亿元用于补充公司流动资金;本次预案中的资金用途和分配比例与前期可转债项目(4月16日进行了预案公告,5月23日进行了终止公告)一致;因此,公司本次更改募集方式,是综合考虑HJT产业动态变化,公司设备研发进度与资金需求,及不同募集方式所需的流程和时间等因素的结果;公司并未变动募集资金规模和用途,持续推进HJT用PECVD设备的开发与落地;
- **公司在手订单充足,新增订单完成全年50%以上的目标,对业绩形成有力支撑;**由于公司设备和主要产品需要在客户场地安装调试后进行验收,因此疫情对公司收入确认有一定影响;但由于公司在组件设备和产线中的市场地位,目前公司在手订单充足(根据预收账款及产业付款规矩,预计公司在手订单在10亿以上);新增订单方面,由于下游龙头厂商仍在持续投入,目前公司新增订单已经完成全年目标的一半以上;
- **坚定不移地向电池设备延伸,静待20年内开花结果;**除了更为先进的组件产线及第二代叠瓦设备等公司优势产品外,公司吸纳日本、德国及国内等相关领域人才,坚定不移地向新一代电池核心工艺设备延伸,并取得了一定成果。TOPCON方面,公司与行业技术领跑者宁波所合作开发TOPCON核心工艺设备,目前样机在行业龙头侧测试;HJT方面,公司PECVD样机有望于年内落地并发至国内龙头侧测试;公司前期投入于储备有望于2020年开花结果;

财务预测与投资建议:由于20-22年光伏电池及组件的技术迭代有望稳步推进,但20年受全球疫情的影响,下游客户产能扩张放缓概率增大。我们预测公司2020-2022年每股收益分别为0.78/0.96/1.20元,根据可比公司估值,目前公司的合理估值水平为2021年的26倍市盈率(考虑到20年全球疫情,后续的态势不确定性仍较大),对应目标价为24.96元,维持买入评级。

风险提示:光伏政策波动风险,叠瓦/组件, topcon/HJT等扩产不及预期风险;

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	756	862	920	1,033	1,178
同比增长(%)	32.5%	14.0%	6.7%	12.3%	14.0%
营业利润(百万元)	108	84	110	136	171
同比增长(%)	12.5%	-22.2%	30.8%	23.9%	25.5%
归属母公司净利润(百万元)	85	60	82	102	127
同比增长(%)	11.3%	-29.1%	36.4%	23.9%	25.4%
每股收益(元)	0.80	0.57	0.78	0.96	1.20
毛利率(%)	37.4%	38.1%	37.9%	38.0%	38.0%
净利率(%)	11.2%	7.0%	8.9%	9.8%	10.8%
净资产收益率(%)	9.9%	6.6%	8.6%	10.0%	11.4%
市盈率	23.5	33.1	24.2	19.6	15.6
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860510120021

证券分析师 张书铭
021-63325888*5152
zhangshuming@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517080001

证券分析师 刘荫泽
021-63325888*6094
liuyinze@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519110001

相关报告

聚焦光伏装备加码管理,静待电池核心工艺设备年内开花: 2020-04-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2020/05/22	EPS			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
先导智能	300450	38.82	0.87	1.15	1.45	44.70	33.78	26.80
捷佳伟创	300724	63.85	1.19	1.79	2.36	53.71	35.67	27.11
罗博特科	300757	38.75	0.96	1.55	1.55	40.35	25.06	25.06
晶盛机电	300316	22.73	0.50	0.70	0.89	45.81	32.40	25.41
机器人	300024	12.80	0.19	0.21	0.25	68.19	59.67	51.38
	最大值					68.19	59.67	51.38
	最小值					40.35	25.06	25.06
	平均数					50.55	37.32	31.15
	调整后平均						34	26

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	450	364	443	521	619	营业收入	756	862	920	1,033	1,178
应收票据及应收账款	406	404	409	437	473	营业成本	474	533	571	641	730
预付账款	29	31	32	34	37	营业税金及附加	7	9	9	11	12
存货	567	566	575	613	664	营业费用	51	73	75	81	88
其他	23	141	140	140	139	管理费用及研发费用	111	144	145	158	175
流动资产合计	1,475	1,506	1,600	1,744	1,931	财务费用	(6)	(6)	4	3	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	14	28	9	7	3
固定资产	152	148	135	121	108	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	25	26	26	26	26	投资净收益	0	(1)	0	0	0
无形资产	8	9	8	7	6	其他	3	3	3	3	3
其他	46	52	30	30	30	营业利润	108	84	110	136	171
非流动资产合计	231	235	199	184	170	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	1,706	1,740	1,799	1,928	2,101	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	75	130	124	117	111	利润总额	107	84	110	136	171
应付票据及应付账款	333	301	307	327	354	所得税	17	14	19	23	29
其他	395	358	360	380	406	净利润	90	70	91	113	142
流动负债合计	803	789	790	824	871	少数股东损益	5	9	9	11	14
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	85	60	82	102	127
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	0.57	0.78	0.96	1.20
其他	1	1	0	0	0						
非流动负债合计	1	1	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	804	790	790	824	871		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	13	24	33	44	58	成长能力					
股本	76	106	106	106	106	营业收入	32.5%	14.0%	6.7%	12.3%	14.0%
资本公积	455	425	425	425	425	营业利润	12.5%	-22.2%	30.8%	23.9%	25.5%
留存收益	348	382	445	530	641	归属于母公司净利润	11.3%	-29.1%	36.4%	23.9%	25.4%
其他	11	14	(0)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	902	950	1,008	1,105	1,230	毛利率	37.4%	38.1%	37.9%	38.0%	38.0%
负债和股东权益总计	1,706	1,740	1,799	1,928	2,101	净利率	11.2%	7.0%	8.9%	9.8%	10.8%
						ROE	9.9%	6.6%	8.6%	10.0%	11.4%
						ROIC	9.1%	6.3%	8.5%	9.8%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	47.1%	45.4%	43.9%	42.7%	41.5%
净利润	90	70	91	113	142	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	14	15	15	14	14	流动比率	1.84	1.91	2.02	2.12	2.22
财务费用	(6)	(6)	4	3	2	速动比率	1.12	1.19	1.28	1.35	1.43
投资损失	(0)	1	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(65)	(60)	(16)	(34)	(39)	应收账款周转率	3.1	2.5	2.3	2.4	2.6
其它	(16)	(107)	15	7	3	存货周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
经营活动现金流	17	(87)	109	103	122	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(7)	(12)	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	2	2	0	0	0	每股收益	0.80	0.57	0.78	0.96	1.20
其他	4	6	0	0	0	每股经营现金流	0.22	-0.82	1.03	0.97	1.15
投资活动现金流	(1)	(4)	0	0	0	每股净资产	8.41	8.76	9.22	10.03	11.08
债权融资	0	1	(0)	(0)	(0)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	23.5	33.1	24.2	19.6	15.6
其他	(27)	27	(30)	(25)	(24)	市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
筹资活动现金流	(27)	28	(30)	(25)	(24)	EV/EBITDA	14.9	18.5	13.4	11.2	9.2
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.9	22.0	15.2	12.4	10.0
现金净增加额	(9)	(62)	79	77	98						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

