

电力设备及新能源

二季度业绩好转，下半年有望持续恢复

2020年08月25日

——金辰股份（603396.SH）2020年中报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

电话：0755-83199599

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

- 1、金辰股份深度研究报告：组件设备龙头，布局电池片领域打开成长空间 20200413
- 2、金辰股份2020年一季报点评：受疫情影响业绩下滑，研发支出维持高位 20200430

金辰股份（603396.SH）与沪深300对比表现



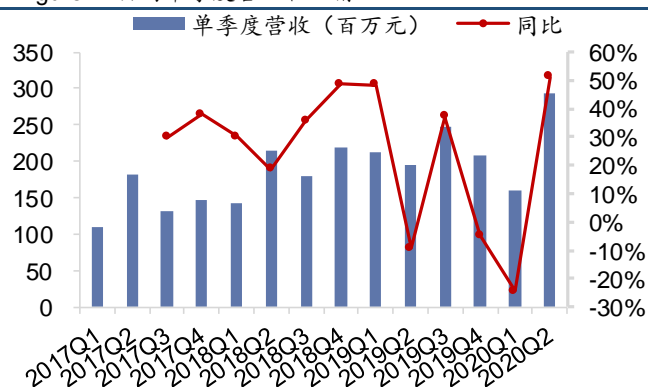
公司数据	Wind 资讯
总市值（亿元）	35.32
流通市值（亿元）	14.76
总股本（亿股）	1.06
流通股本（百万股）	0.44
日均成交额（百万）	58.84
近一个月换手（%）	147.87
第一大股东	李义升
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

核心观点：

- 1) **二季度业绩明显恢复。**受疫情影响，公司2020Q1营业收入及净利润同比增速分别为-24.6%及-35.6%；2020Q2公司营收及净利润同比增速分别为51.1%及45.2%，恢复明显；2020上半年营收及净利润分别为4.54亿元及0.42亿元，同比增速分别为11.7%及-0.1%，整体基本符合预期。
- 2) **期间研发支出放缓，净利率有所提升。**公司二季度毛利率29.3%，环比下降了约10.5pcts，主要是由于运费由费用调整为成本所致。上半年研发开支为0.22亿元，同比增速-6.3%，本期HJT用PECVD等项目上半年主要研发投入为设计及部件采购阶段，样机制作的材料投入主要在下半年所致；销售费用0.18亿元同比增速-37.3%，主要是运费计入营业成本、差旅费及展会费减少等原因所致。从净利率看，二季度净利率为10.9%，连续三个季度环比回升。
- 3) **下半年行业景气可望持续提升，公司积极向电池设备领域拓展打开成长空间。**在光伏消纳、补贴等政策及技术革新推动下，下游需求有望持续转暖。公司积极向HJT及TOPCon高效电池核心设备领域拓展，拟投“年产40台（套）光伏异质结（HJT）高效电池片用PECVD设备项目”、“年产40台（套）隧穿氧化硅钝化接触高效太阳能电池用平板式PECVD设备项目”。公司若拓展成功，将可实现进口替代，打开成长空间。
- 4) **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2020-2022年EPS分别为0.82/1.07/1.32元，对应市盈率分别为40.7/31.2/25.3倍，处于历史高位。公司为光伏组件设备龙头，积极拓展高效电池片设备领域，可望打开成长空间，维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**疫情影响及海外需求下滑风险；新技术产品研发风险；市场竞争风险；行业政策变化及周期波动风险等。

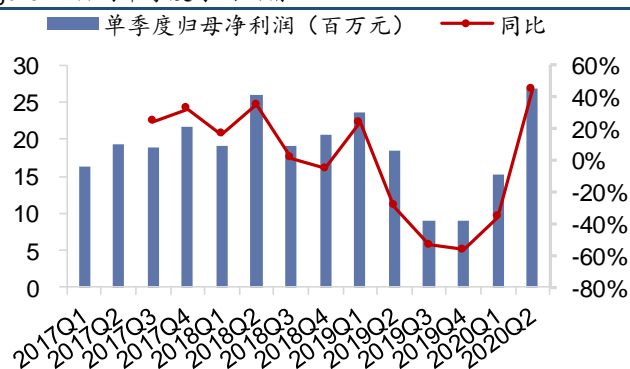
预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	862.02	1035.57	1301.42	1580.61
收入同比	13.97%	20.13%	25.67%	21.45%
净利润（百万元）	60.14	86.72	112.83	139.78
净利润同比	-29.08%	44.20%	30.11%	23.88%
毛利率	38.12%	39.42%	39.46%	39.57%
净利率	8.07%	9.63%	9.97%	10.16%
EPS（元）	0.57	0.82	1.07	1.32
PE（倍）	58.6	40.7	31.2	25.3

Figure 1 公司单季度营业收入情况



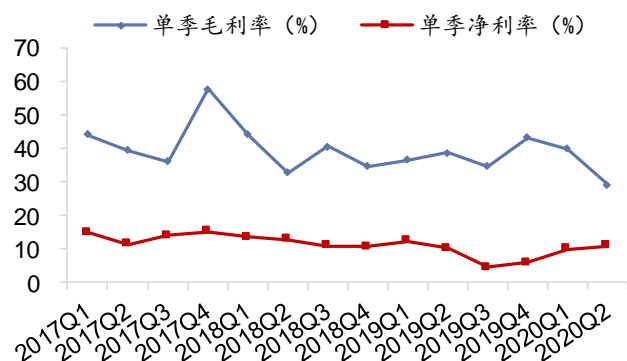
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司单季度净利润情况



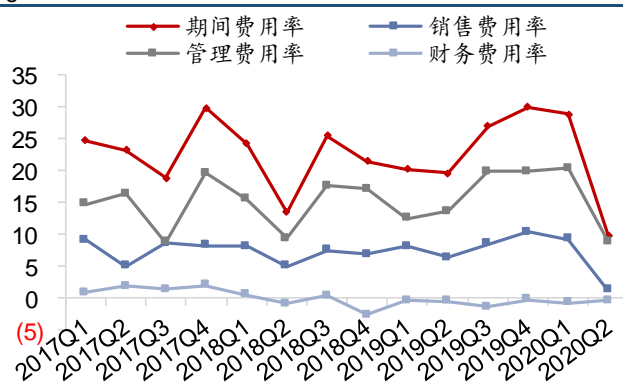
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况 (%)



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值分析



资料来源: wind、世纪证券研究所

一、盈利预测及投资评级

1、关键建设

1)、收入增长假设

2020 年 1-6 月，国内新增装机量合计 11.5GW，与去年同期的 11.4GW 基本持平。能源局已于 5 月公示全年光伏、风电分别新增并网消纳容量 48.5G 瓦和 36.7G 瓦，光伏的新增消纳空间较 2019 年实际装机提升 62%；同时国家能源局于 6 月 23 日发布了 2020 年光伏发电项目国家补贴竞价结果，明确了 2020 年纳入国家竞价补贴范围的项目共计 434 个，总装机容量约 2597 万千瓦。考虑到对于 2020 年底未全容量建成并网的，每逾期一个季度并网电价补贴降低 0.01 元/千瓦时；逾期两个季度后仍未建成并网的，取消项目补贴资格，预计下半年光伏集中并网需求较大。预计国内光伏装机逐季提升，全年装机量有望达到 40GW，同比增长 30% 以上。同时，随着光伏发电经济性持续提升、平价上网临近，主要光伏企业在前期行业有所波动情况下，开始纷纷扩产，对行业前景持乐观态度，预计全年组件新建产能将达到 60-70GW。公司作为光伏组件设备龙头，不断拓展业务领域，将受益行业发展，综合考虑各业务发展情况，我们预测公司 2020/2021/2022 主营收入同比增速分别为 21%/26%/22%。

光伏组件自动化设备

2019 年，公司光伏组件自动化设备实现收入 7.87 亿元，同比增长 16.9%，在行业竞争加剧情况下依然实现了一定增长。公司在光伏组件自动化生产线业务竞争优势明显，叠瓦技术产品可望巩固竞争优势，在行业景气可望好转预期下，我们预测公司 2020/2021/2022 组件自动化设备业务营收同比增速分别为 20%/25%/20%。

光伏电池自动化设备及其他业务

2019 年，公司光伏电池自动化设备取得 0.32 亿元收入，开始贡献业绩。随着公司新产品的不断研发投入及市场拓展，我们预计 2020/2021/2022 电池自动化设备业务营收同比增速分别为 60%/50%/50%。同时，我们谨慎预测公司 2020/2021/2022 年其他功能性设备及配件营收同比增速在 10% 左右。

2)、毛利率假设

公司产品毛利率主要受光伏行业景气度、单笔订单金额大小、产品技术含量、

行业竞争对手情况等因素影响。近年由于行业波动以及竞争加剧，公司毛利率有一定下滑。考虑到行业景气度提升及公司的行业地位和竞争优势，我们预计公司毛利率将在 2020 年开始企稳，预测公司 2020/2021/2022 年综合毛利率分别为维持在 39%附近（暂不考虑会计变更因素）。

3)、费用假设

公司持续增加研发支出，同时电池片设备领域的市场拓展也需要进行一定的营销投入，公司的整体费用支出持续增长，我们预计公司 2020/2021/2022 年费用率保持在 24%左右。（暂不考虑会计变更因素）

Figure 6 公司主营收入及毛利率预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）								
光伏组件自动化设备	285	399	537	672	787	944	1180	1416
同比		40.0%	34.6%	25.2%	17.0%	20.0%	25.0%	20.0%
光伏电池自动化设备				2	32	52	78	116
同比					1461.9%	60.0%	50.0%	50.0%
其他功能性设备及配件	7	26	22	53	36	40	44	48
同比		284.7%	-16.5%	144.3%	-31.5%	10.0%	10.0%	10.0%
合计收入	292	425	559	727	855	1036	1301	1581
同比		45.6%	31.5%	30.2%	17.6%	21.1%	25.7%	21.5%
毛利率								
光伏组件自动化设备	53.6%	46.8%	43.9%	39.9%	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%
光伏电池自动化设备				1.7%	27.0%	30.0%	32.0%	35.0%
其他功能性设备及配件	44.7%	32.3%	41.4%	43.9%	37.3%	38.0%	38.0%	38.0%
主营毛利率	53.4%	45.9%	43.8%	40.1%	39.1%	39.4%	39.5%	39.6%

资料来源：wind、世纪证券研究所

2、盈利预测

根据假设条件，我们预测公司 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 10.4 亿元、13.0 亿元和 15.8 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 0.87 亿元、1.13 亿元和 1.4 亿元，实现的 EPS 分别为 0.82 元、1.07 元及 1.32 元。

3、投资评级

根据我们的盈利预测，公司 2020/2021/2022 年动态市盈率分别为 40.7 倍/31.2 倍/25.3 倍，处于历史高位。公司为光伏组件设备龙头，具备一定的行业积淀。在光伏行业景气度提升，长期发展空间较大的背景下，公司紧随行业技术发展趋势积极拓展高效电池片设备领域，进一步打开成长空间，维持“增持”评级。

二、风险因素

1、新冠疫情海外暴发及金融风暴影响海外市场的风险

如果出现全球经济衰退的情况，全球新增装机量可能出现下滑，进而引发光伏组件价格及制造业各环节利润出现较大幅度下降的情况，从而影响光伏制造业企业的经营情况。再叠加海外疫情暴发对需求的影响因素，光伏制造业企业暂缓投资的概率或将上升。

2、新技术、新产品研发风险

目前公司逐渐拓展现有技术的应用领域作为发展战略，计划在现有技术和产品的基础上，加大开发应用于太阳能光伏组件自动化成套装备、太阳能光伏电池片装备等领域的自动化生产设备及解决方案，为公司的长远发展提供新的动力。公司目前的光伏异质结（HJT）高效电池片用 PECVD 设备项目，以及隧穿氧化硅钝化接触高效太阳电池用平板式 PECVD 设备项目，都有一定技术难度，可能面临研发不成功或市场推广不达预期的风险。

3、市场竞争风险

受市场空间及行业利润率等因素吸引，国外相关装备生产企业可能在我国投资设厂，国内光伏设备企业近年通过上市融资不断发展壮大，也纷纷扩大产品线做大规模，可能通过加大研发投入，进入公司的太阳能光伏装备领域，促使太阳能光伏装备行业规模不断扩大，行业内企业竞争加剧，从而可能导致公司产品销售价格下降，盈利能力降低，对公司的经营业绩带来不利影响。

4、行业政策环境及周期波动风险

随着技术进步、生产规模扩大等因素，光伏产品制造成本迅速下降，世界各国将逐步对补贴方式和补贴力度进行调整，全球去补贴化和退坡加速。若各国调整其对光伏行业的补贴政策，光伏组件的市场价格以及市场需求都有可能发生波动。

出于保护本国光伏产业的目的，美印等国相继对我国光伏企业发起“双反”调查。这种国际间不断挑起的贸易摩擦，对我国光伏产业发展造成了一定的冲击，虽然美印以外的其他新兴市场正快速提升，一定程度上抵消了“双反”的不利影响，但中国光伏产业仍将面临国际贸易壁垒及贸易政策变化带来的不确定风险。太阳能光伏行业受上述行业政策和行业周期性波动影响，可能导致光伏企业生产设备投资意愿降低，进而影响公司太阳能光伏装备产品的需求。

附：财务预测摘要

报表预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	756.33	862.02	1035.57	1301.42	1580.61
减：营业成本	473.81	533.38	627.31	787.94	955.15
营业税金及附加	6.75	8.78	10.36	13.01	15.81
营业费用	51.18	72.60	85.95	108.02	131.19
管理费用	52.75	67.22	170.87	214.73	260.80
财务费用	-6.13	-5.65	-1.01	-4.54	-5.91
资产减值损失	14.24	-8.12	22.00	26.00	30.00
加：投资收益	0.22	-1.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-58.74	-109.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.20	82.77	120.09	156.25	193.57
加：其他非经营损益	-1.18	-0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.02	82.74	120.09	156.25	193.57
减：所得税	15.67	13.32	20.42	26.56	32.91
净利润	88.35	69.53	99.68	129.69	160.66
减：少数股东损益	5.46	9.39	12.96	16.86	20.89
归属母公司股东净利润	84.80	60.14	86.72	112.83	139.78

财务分析和估值指标汇总					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	37.35%	38.12%	39.42%	39.46%	39.57%
三费/销售收入	20.7%	24.42%	24.70%	24.45%	24.43%
EBIT/销售收入	13.84%	9.06%	11.50%	11.66%	11.87%
EBITDA/销售收入	16.05%	11.69%	11.77%	12.26%	12.61%
销售净利率	11.68%	8.07%	9.63%	9.97%	10.16%
资产获利率					
ROE	9.32%	6.26%	8.56%	10.02%	11.04%
ROA	6.23%	4.94%	7.33%	8.40%	9.30%
ROIC	15.15%	9.45%	10.90%	12.70%	14.15%
增长率					
销售收入增长率	32.50%	13.97%	20.13%	25.67%	21.45%
EBIT 增长率	5.06%	-25.39%	52.44%	27.41%	23.69%
EBITDA 增长率	7.27%	-16.95%	20.89%	30.89%	24.95%
净利润增长率	14.31%	-29.08%	44.20%	30.11%	23.88%
总资产增长率	18.43%	-5.79%	2.67%	11.12%	11.73%
股东权益增长率	7.71%	4.16%	9.36%	11.14%	12.41%
经营营运资本增长率	28.85%	21.76%	10.27%	16.27%	16.12%
资本结构					
资产负债率	46.33%	47.43%	42.66%	41.21%	39.42%
投资资本/总资产	41.11%	57.32%	61.02%	60.97%	59.89%
债务/总负债	9.64%	17.32%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.88	1.82	2.00	2.10	2.24
速动比率	1.14	1.05	1.07	1.16	1.27
资产管理效率					
总资产周转率	0.45	0.54	0.64	0.72	0.78
固定资产周转率	4.97	5.81	6.91	7.83	9.60
应收账款周转率	1.86	2.13	2.41	2.77	3.16
存货周转率	0.84	0.94	1.00	1.16	1.27

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。