

光伏设备迎来格局重塑机会，金辰股份厚积薄发

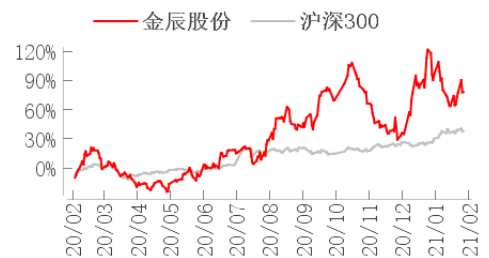


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月27日)	41.2元
目标价格	60.75元
52周最高价/最低价	52.42/16.88元
总股本/流通A股(万股)	10,578/10,578
A股市值(百万元)	4,358
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2021年01月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.71	-19.64	-0.79	78.37
相对表现	9.93	-30.67	-18.99	73.55
沪深300	-2.22	11.03	18.2	4.82



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一
	021-63325888*6126
	wangtiany1@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860510120021
证券分析师	刘荫泽
	021-63325888*6094
	liuyinze@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860519110001
证券分析师	杨震
	021-63325888*6090
	yangzhen@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860520060002

相关报告

组件设备订单充沛全年可期, 静待先进电池	2020-08-25
工艺设备年内开花	
更改募集方式加速 HJT 项目落地, 静待先	2020-05-24
进电池工艺设备年内落地	
聚焦光伏装备加码管理, 静待电池核心工艺	2020-04-16
设备年内开花	

事件 1: 近期, 金辰与印度光伏组件制造商 Waaree 签订 3GW 高效光伏组件产线大单; Waaree 是银都最大的光伏组件制造商, 金辰与 Waaree 的订单也是中国光伏组件装备制造商与海外市场本地投资人签订的规模最大的光伏组件生产线项目。

事件 2: 26 日, 金辰携手天津港召开 RTG 自动化远控改造技术成果发布会, 改合作项目也成为天津港首家成功完成 RTG 的自动化远控改造项目, 技术指标达到国内先进水平。

核心观点

- **完成组件产线最大出海, 20 余载视觉和算法能力成功平移:** 从新闻/公告情况来看, (1)Waaree 与金辰合作已达数年, 本次大单预计将于 2021 年 4 月交付, 并于 6 月正式投产使用; 对于印度来说, 可再生能源目标不断调高, 预计 2030 年有望实现 450GW 目标; (2)天津港项目打破港口自动化的国外垄断”和“卡脖子问题”, 金辰利用视觉技术、人工智能、北斗定位系统及激光雷达等综合技术应用, 打造了国内智慧港口 RTG 的样板工程, 为全球传统集装箱码头 RTG 自动化升级改造奠定了基础;
- **公司在手订单充足, 新增订单方面超额完成年初目标, 对业绩形成有力支撑;** 2020 年看, 由于公司在层压机及产线领域的龙头地位及技术优势, 目前公司在手订单充足; 新增订单方面, 由于需求复苏及 156 组件的改造等刺激, 下游龙头厂商仍在持续改造及投入, 公司超额完成了年初制定的订单目标, 对业绩形成有力支撑;
- **Topcon 领跑行业, HIT 年内开花结果;** 除了更为先进的组件产线及智能制造/系统等公司优势产品外, 公司吸纳美耶博格等相关专业人才, 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, 公司全面领跑行业, 公司与行业技术领跑者宁波所合作开发 TOPCON 核心工艺设备, 目前二代样机在行业龙头侧试跑顺利, 迈过关键工艺节点; HJT 方面, 公司 PECVD 样机有望于上半年内落地并发至国内龙头侧试用; 公司前期投入于储备有望于 2021 年开花结果;

财务预测与投资建议: 受全球疫情的影响后, 在国家经济刺激及下游技术迭代/存量改造项目不断释放的背景下, 下游的龙头扩产加速。我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.81/1.34/1.82 元 (原值为 0.82/1.05/1.35 元), 根据可比公司估值, 我们认为公司的合理估值水平为 2020 年的 75 倍市盈率, 对应目标价为 60.75 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	913	1,303	1,604
同比增长(%)	32.5%	14.0%	5.9%	42.7%	23.1%
营业利润(百万元)	108	84	114	189	258
同比增长(%)	12.5%	-22.2%	35.9%	65.8%	36.4%
归属母公司净利润(百万元)	85	60	85	141	193
同比增长(%)	11.3%	-29.1%	41.7%	65.7%	36.4%
每股收益(元)	0.80	0.57	0.81	1.34	1.82
毛利率(%)	37.4%	38.1%	38.0%	38.4%	38.5%
净利率(%)	11.2%	7.0%	9.3%	10.8%	12.0%
净资产收益率(%)	9.9%	6.6%	8.9%	13.6%	16.2%
市盈率	23.5	33.1	23.3	14.1	10.3
市净率	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

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,

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) 2021/01/27	EPS			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
先导智能	300450	94.11	0.84	0.99	1.49	111.53	94.61	63.15
捷佳伟创	300724	138.70	1.19	1.86	2.76	116.66	74.62	50.20
晶盛机电	300316	44.00	0.50	0.65	0.90	88.75	67.67	48.65
机器人	300024	12.34	0.19	0.19	0.23	65.74	64.95	53.65
迈为股份	300751	593.00	4.76	7.21	10.15	124.57	82.29	58.43
	最大值					124.57	94.61	63.15
	最小值					65.74	64.95	48.65
	平均数					101.45	76.83	54.81
	调整后平均						75	54

数据来源：wind，东方证券研究所

由于在疫情早期，整个光伏产业装机预期和扩产受到较大影响；但在国内外疫情缓和以后，一方面，以光伏为代表的新能源项目作为各地拉动经济的重要手段之一而快速崛起；另一方面，由于产业技术迭代，下游组件产商升级组件尺寸，巨大的存量产能进入替换区间；另外，电池技术的不断迭代也对产业链的复苏和弹性起到了巨大的贡献；综合来看，光伏产业的复苏及加速趋势在 2020 年下半年得到确立，行业龙头进入加速扩产期，整个行业也买入大尺寸，更高效率的技术和产能储备进程中；因此，我们看到了下游，尤其以龙头为代表的企业进入了更大规模的扩产节奏中，我们假设在此变化中，金辰股份作为行业龙头能够充分分享行业变革带来的红利，其订单和对应收入也有望进入快速增长区间。

表 2：主要产品及总收入盈利预测变动表（百万元）

	原预测			现预测		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
光伏组件自动化生产线						
销售收入	837.30	939.79	1075.32	830.10	1209.79	1501.40
变动幅度				-0.9%	28.7%	39.6%
毛利率	39.60%	39.60%	39.60%	40%	40%	40%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计						
销售收入	920	1,033	1,178	913	1,303	1,604
变动幅度				-0.8%	26.1%	36.2%
综合毛利率	38%	38%	38%	38%	38%	39%
变动幅度				0.2%	1.1%	1.3%

数据来源：东方证券研究所

表 3：盈利指标预测变动表（百万元）

	原预测			现预测		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E

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。

营业收入	920	1,033	1,178	913	1,303	1,604
变动幅度				-0.8%	26.1%	36.2%
营业利润	116	149	192	114	189	258
变动幅度				-2.0%	26.7%	34.8%
归属母公司净利润	87	112	143	85	141	193
变动幅度				-2.0%	26.7%	34.7%
每股收益（元）	0.82	1.05	1.35	0.81	1.34	1.82
变动幅度				-2.0%	26.7%	34.7%
毛利率(%)	38%	38%	38%	38%	38%	39%
变动幅度				0.0%	0.8%	1.0%
净利率(%)	9%	11%	12%	9%	11%	12%
变动幅度				-1.2%	0.4%	-1.1%

数据来源：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	450	497	581	营业收入	756	862	913	1,303	1,604
应收票据及应收账款	406	404	406	551	644	营业成本	474	533	566	803	986
预付账款	29	31	31	43	50	营业税金及附加	7	9	9	13	16
存货	567	566	570	769	897	营业费用	51	73	73	99	111
其他	23	141	140	141	142	管理费用及研发费用	111	144	140	189	224
流动资产合计	1,475	1,506	1,598	2,000	2,314	财务费用	(6)	(6)	4	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	14	28	10	8	8
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	114	189	258
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	1,797	2,184	2,484	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	75	130	124	154	122	利润总额	107	84	114	190	259
应付票据及应付账款	333	301	304	409	478	所得税	17	14	20	33	44
其他	395	358	358	469	540	净利润	90	70	95	157	214
流动负债合计	803	789	785	1,032	1,140	少数股东损益	5	9	9	16	21
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	85	60	85	141	193
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	0.57	0.81	1.34	1.82
其他	1	1	0	0	0						
非流动负债合计	1	1	0	0	0						
负债合计	804	790	785	1,032	1,140						
少数股东权益	13	24	33	49	70						
股本	76	106	106	106	106						
资本公积	455	425	425	425	425						
留存收益	348	382	448	572	743						
其他	11	14	(0)	(0)	(0)						
股东权益合计	902	950	1,012	1,152	1,343						
负债和股东权益总计	1,706	1,740	1,797	2,184	2,484						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	90	70	95	157	214
折旧摊销	14	15	15	14	14
财务费用	(6)	(6)	4	4	3
投资损失	(0)	1	0	0	0
营运资金变动	(65)	(60)	(14)	(147)	(98)
其它	(16)	(107)	16	8	8
经营活动现金流	17	(87)	116	37	142
资本支出	(7)	(12)	0	0	0
长期投资	2	2	0	0	0
其他	4	6	0	0	0
投资活动现金流	(1)	(4)	0	0	0
债权融资	0	1	(0)	(0)	(0)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(27)	27	(29)	10	(58)
筹资活动现金流	(27)	28	(30)	9	(58)
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(9)	(62)	86	46	84

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.5%	14.0%	5.9%	42.7%	23.1%
营业利润	12.5%	-22.2%	35.9%	65.8%	36.4%
归属于母公司净利润	11.3%	-29.1%	41.7%	65.7%	36.4%
获利能力					
毛利率	37.4%	38.1%	38.0%	38.4%	38.5%
净利率	11.2%	7.0%	9.3%	10.8%	12.0%
ROE	9.9%	6.6%	8.9%	13.6%	16.2%
ROIC	9.1%	6.3%	8.8%	13.1%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	45.4%	43.7%	47.3%	45.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.84	1.91	2.04	1.94	2.03
速动比率	1.12	1.19	1.30	1.18	1.22
营运能力					
应收账款周转率	3.1	2.5	2.3	2.7	2.7
存货周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.57	0.81	1.34	1.82
每股经营现金流	0.22	-0.82	1.09	0.35	1.34
每股净资产	8.41	8.76	9.25	10.43	12.04
估值比率					
市盈率	23.5	33.1	23.3	14.1	10.3
市净率	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.9	18.5	13.0	8.3	6.2
EV/EBIT	16.9	22.0	14.6	8.9	6.6

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