

TOPCon 设备再突破、获晶科引入, 期待光伏异质结 (HJT) 设备获突破

——金辰股份点评

公司点评

公司点评——机械设备行业——证券研究

投资要点

□ **TOPCon 设备: 管式 PECVD 获重要客户晶科引入, 已累计获 3 家客户导入, 进展顺利**
据金辰官网、各公司公告、新闻

1) 继 6 月 SNEC 光伏展后, 公司管式 PECVD 技术获重要客户晶科引入! 标志着公司 TOPCon 技术获市场进一步验证。目前, 晶科已具备 GW 级 TOPCon 量产布局, 量产转化效率达 24.5%。5 月底, 晶科 TOPCon 研发效率达 25.25%, 创下大面积 N 型单晶钝化接触电池效率世界纪录。

2) 此前, 公司 TOPCon 技术已导入晶澳、东方日升 2 家客户。东方日升平均效率已 $\geq 24\%$ (经过半年时间), 晶澳已进入中试提效阶段 (经过一年半时间)。

3) 2019 年起, 公司与中科院宁波材料所合作研发 TOPCon, 目前已实现管式 PECVD 设备、“超薄氧化硅+原位掺杂非晶硅”核心材料制备, 在抑制非晶硅爆膜、防止电场导通等取得重大突破。

□ **异质结设备: 3.8 亿定增已获证监会批文, 公司 PECVD 设备进展顺利**

1) 公司为组件设备龙头, 自 2017 年起着手异质结 PECVD 项目启动工作。与德国 H2GEMINI (核心成员曾就职应用材料、梅耶博格、施密德等) 合资设金辰双子, 技术实力+股权机制行业领先。

2) 本次定增募集资金 3.8 亿元, 将用于研制光伏异质结 (HJT) 高效电池用 PECVD 设备、形成设备年产能 20 台。在光伏异质结电池行业爆发来临之际, 打开公司成长空间。

3) 公司定增预案于 2020 年 5 月发布, 2020 年 12 月发布定增修订稿, 2021 年 4 月 6 日定增申请获中国证监会发行审核委员会审核通过, 4 月 28 日已获得证监会核准批文。

□ **异质结设备: 未来 5 年行业复合增速超 80%; 期待公司异质结设备 2021 年获突破**

1) **行业市场空间:** 预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望超 400 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 80%。如净利率保持 20% (80 亿净利润), 给予 25 倍 PE, 测算 HJT 设备行业合理总市值 2000 亿元! 我们判断, 行业龙头市占率有望超 50%, 未来有望超 1000 亿元市值。

2) **异质结行业何时爆发?** 目前 HJT 与 PERC 电池在单 W 成本端差距约 2 毛/W 左右, 基于异质结电池在全生命周期发电量上的优势, 差距如缩小至 1 毛/W 即可产生性价比。我们预计, 随着 N 型硅片减薄、银浆耗量降低、设备降本、靶材降本等方式, 将使得异质结全产业链共同降本, 预计最快 2021 年底至 2022 年上半年达到性价比水平, 行业将迎扩产潮。

□ **盈利预测**

预计公司 2021-2023 年净利润为 1.5/2.5/3.4 亿元, 同比增长 84%/62%/38%, 对应 PE 为 30/19/13 倍。考虑到公司光伏异质结设备的稀缺性, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 异质结电池推进速度不达预期; 下游扩产不及预期; 下游客户坏账风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1061	1789	2778	3664
(+/-)	23%	69%	55%	32%
净利润	83	152	247	342
(+/-)	37%	84%	62%	38%
每股收益 (元)	0.8	1.4	2.3	3.2
P/E	56	30	19	13
ROE (平均)	8%	14%	18%	20%
PB	4.6	4.0	3.3	2.7

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥43.55

单季度业绩

元/股

1Q/2021 0.27

4Q/2020 0.24

3Q/2020 0.22

2Q/2020 0.30

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghujun@stocke.com.cn

联系人: 李思扬

lisiyang@stocke.com.cn



相关报告

1【金辰股份】深度: 光伏异质结电池设备新星, 组件设备龙头将二次腾飞 - 浙商机械军工-20201012

2【金辰股份】一季报业绩高速增长, 期待光伏异质结设备获突破-浙商机械 20210430

3【金辰股份】定增获审核通过, 期待光伏异质结 (HJT) 设备获突破-浙商机械 20210406

4【金辰股份】2020 年业绩增长 37%, 期待光伏异质结设备突破-浙商机械 20210316

证券研究报告

■ 附录 1: 重点推荐公司盈利预测及估值。
表 1: 重点推荐公司盈利预测及估值

公司	代码	2021/6/22		EPS/元				PE				2020A	
		股价(元)	总市值(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
金辰股份	603396	43.6	46	0.8	1.4	2.3	3.2	56	30	19	13	4.9	9
迈为股份	300751	404.3	417	3.8	6.5	8.6	13.4	106	62	47	30	22.1	26
捷佳伟创	300724	110.5	384	1.5	3.0	4.3	6.1	73	37	25	18	15.8	19
晶盛机电	300316	47.7	613	0.7	1.0	1.4	1.8	72	47	34	27	7.8	17
行业平均 (不包括金辰股份)								84	49	36	25	15.3	21

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

■ 附录 2: 公司本次定增项目情况, 加码异质结 PECVD 设备。
表 2: 公司本次定增项目情况, 加码异质结 PECVD 设备

序号	募集资金投资项目	投资额	拟使用募集资金金额
1	光伏异质结 (HJT) 高效电池片用 PECVD 设备项目	28500	27500
2	补充流动资金	10500	10500
合计		39000	38000

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

■ 附录 3: 预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元, 2020-2025 年 CAGR 达 80%, 其中 PECVD 设备规模达 210 亿元, HJT 市场将迎来爆发式增长。
表 3: 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元

	项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
核心假设	全球电池片产量 (GW)	140	168	227	284	340	408	490
	yoy	23%	20%	35%	25%	20%	20%	20%
	产能利用率	66%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
	全球电池片产能 (GW)	211	224	302	378	454	544	653
	HJT 渗透率		3%	6%	13%	22%	35%	55%
	单 GW 设备投资额 (亿元)	5~10	5	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5
测算结果	HJT 新增产能 (GW)		5	13	31	51	91	169
	HJT 产能合计 (GW)	1	6	18	49	100	191	359
	设备市场空间 (亿元)		23	55	117	167	259	419
	yoy			137%	115%	42%	56%	62%
	清洗制绒设备(亿元)		2	5	12	17	26	42
	PECVD 设备(亿元)		12	27	59	83	130	210
	TCO 制备设备(亿元)		6	14	29	42	65	105
丝网印刷设备(亿元)		3	8	18	25	39	63	

资料来源: 浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1888	2704	3691	4534
现金	242	352	320	305
交易性金融资产	51	0	0	0
应收账款	505	752	1031	1220
其它应收款	26	29	44	69
预付账款	49	74	116	156
存货	801	1283	1967	2571
其他	214	214	214	214
非流动资产	270	494	711	867
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4	1	2	2
固定资产	172	262	388	517
无形资产	9	8	7	7
在建工程	13	162	248	272
其他	72	60	65	70
资产总计	2158	3198	4402	5401
流动负债	1131	1992	2904	3500
短期借款	200	425	564	416
应付款项	451	763	1170	1529
预收账款	404	736	1073	1439
其他	76	67	96	115
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	1131	1992	2904	3501
少数股东权益	33	61	105	167
归属母公司股东权	993	1145	1392	1734
负债和股东权益	2158	3198	4402	5401
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(71)	97	83	340
净利润	97	179	291	404
折旧摊销	20	15	23	32
财务费用	11	11	22	24
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	54	308	354	380
其它	(251)	(416)	(606)	(499)
投资活动现金流	(111)	(201)	(233)	(183)
资本支出	(11)	(253)	(233)	(183)
长期投资	(2)	1	0	(0)
其他	(98)	51	0	0
筹资活动现金流	42	214	117	(172)
短期借款	70	225	139	(148)
长期借款	0	0	0	0
其他	(28)	(11)	(22)	(24)
现金净增加额	(139)	110	(33)	(15)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1061	1789	2778	3664
营业成本	689	1167	1788	2337
营业税金及附加	7	12	19	25
营业费用	38	68	106	139
管理费用	74	125	194	256
研发费用	72	125	194	256
财务费用	11	11	22	24
资产减值损失	50	54	83	110
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	6	4	4	5
营业利润	126	232	377	522
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	126	232	377	522
所得税	28	52	85	118
净利润	97	179	291	404
少数股东损益	15	27	44	62
归属母公司净利润	83	152	247	342
EBITDA	152	258	419	573
EPS (最新摊薄)	0.8	1.4	2.3	3.2
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	23%	69%	55%	32%
营业利润	50%	84%	62%	38%
归属母公司净利润	37%	84%	62%	38%
获利能力				
毛利率	35%	35%	36%	36%
净利率	9%	10%	10%	11%
ROE	8%	14%	18%	20%
ROIC	9%	12%	16%	19%
偿债能力				
资产负债率	52%	62%	66%	65%
净负债比率	18%	21%	19%	12%
流动比率	1.7	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	2.3	2.7	2.8	2.8
应付帐款周转率	2.4	2.5	2.4	2.2
每股指标(元)				
每股收益	0.8	1.4	2.3	3.2
每股经营现金	(0.7)	0.9	0.8	3.2
每股净资产	9.4	10.8	13.2	16.4
估值比率				
P/E	56	30	19	13
P/B	4.6	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	31.2	18.4	11.8	8.5

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>