

# 股权激励彰显信心；期待光伏异质结、TOPCon 设备获突破

## ——金辰股份点评

### 投资要点

#### □ 股权激励：股票期权+限制性股票——覆盖核心骨干 81 人，彰显公司发展信心

公司公告 2021 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）。拟向激励对象授予权益总计 150.72 万股，约占本公司股本总额的 1.30%，其中首次授予的权益占总数 80.00%。本次激励方案分股票期权和限制性股票 2 种方式进行。

1) 股票期权：授予总数 109.96 万股、占本次总激励授予比例的 73%，行权价格为 117.13 元/股。（截至 2021 年 11 月 5 日，公司最新收盘价为 114.1 元）

2) 限制性股票：授予总数 40.76 万股、占总激励授予比例的 27%，授予价格为 58.57 元/股。

3) 激励业绩目标值：2021-2023 年业绩目标值分别为 1/1.5/2.4 亿元。

4) 覆盖核心高管及骨干：本次激励对象覆盖公司核心骨干 81 人，包括公司首席运营官、供应链副总裁、营销副总裁、技术副总裁以及中层管理人员及核心骨干。

我们预计本次股权激励将有助于激励公司核心团队成员、加速公司业务发展。

#### □ 异质结设备：首台 PECVD 设备落地晋能，期待再突破；公司电池设备成长空间打开

1) 首台 HJT 用 PECVD 设备已送达晋能科技，战略意义重大：晋能是国内最早进行 HJT 电池研发和量产的龙头企业，行业经验丰富。公司首台异质结 PECVD 设备落地晋能，标志着公司在异质结设备领域获得重要突破、设备获下游客户认可，期待公司异质结设备进展再突破。

2) 回顾历史：公司自 2017 年起着手异质结 PECVD 项目启动工作。与德国 H2GEMINI（核心成员曾任职应用材料、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。公司异质结 PECVD 设备具有产能大、成本低等优点，设备进展有望超市超预期。公司 3.8 亿定增已顺利发行完成，用于研制光伏异质结（HJT）用 PECVD 设备、形成设备年产能 20 台。

#### □ 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

公司 TOPCon 用管式 PECVD 已合计导入 3 家客户：从 2019 年起，公司已与中科院宁波材料所合作研发 TOPCon。目前，公司 TOPCon 技术已导入晶科、晶澳、东方日升 3 家客户。东方日升平均效率已≥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）。

#### □ 盈利预测

预计公司 2021-2023 年净利润为 1/1.7/2.5 亿元，同比增长 25%/65%/45%，对应 PE 为 128/78/54 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	1491	2275	3152
(+/-)	23%	41%	53%	39%
净利润	83	103	171	247
(+/-)	37%	25%	65%	45%
每股收益(元)	0.8	0.9	1.5	2.1
P/E	146	128	78	54
ROE(平均)	9%	8%	10%	13%
PB	12.2	8.9	8.0	7.0

### 评级

上次评级	买入
当前价格	¥ 114.10

### 买入

### 单季度业绩 元/股

3Q/2021	0.25
2Q/2021	0.27
1Q/2021	0.27
4Q/2020	0.24

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】前三季度合同负债增长 60%；期待异质结、TOPCon 设备获突破-浙商机械 20211028

2【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

3【金辰股份】业绩符合预期；期待异质结、TOPCon 设备二次腾飞-浙商机械 20210830

4【金辰股份】3.8 亿定增圆满完成；期待公司异质结、TOPCon 设备再突破！-浙商机械 20210721

**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**

日期：2021/11/5				EPS/元				PE				2020A	
公司	代码	股价/元	总市值/亿元	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
迈为股份	300751	710.2	732	4.8	6.9	9.4	12.3	43	104	76	58	22.1	26
捷佳伟创	300724	130.1	452	1.5	2.2	2.8	3.4	40	60	47	38	15.8	19
平均								41	82	61	48	19.0	22
<b>金辰股份</b>	<b>603396</b>	114.1	132	0.8	0.9	1.5	2.1	146	128	78	54	12.2	9

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

- 股权激励：**拟向激励对象授予权益总计 150.72 万股，约占本公司股本总额的 1.30%。覆盖公司首席运营官、供应链副总裁、营销副总裁、技术副总裁以及中层管理人员及核心骨干。

**表 2：股票期权+限制性股票覆盖核心骨干 81 人，彰显公司发展信心**

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总 数的比例	占本激励计划公告日 公司总股本的比例
葛氏	首席运营官	3.59	3.26%	0.03%
王少春	供应链副总裁	2.87	2.61%	0.02%
王明建	营销副总裁	2.87	2.61%	0.02%
杨宝海	技术副总裁	2.39	2.18%	0.02%
安爽	董事会秘书	0.36	0.33%	0.00%
中层管理人员及核心骨干员工 (76 人)		75.89	69.02%	0.65%
预留部分		21.99	20.00%	0.19%
合计		109.96	100.00%	0.95%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 2021 年 6 月，公司首台异质结 PECVD 设备已顺利运抵晋能科技，正式开启了双方就进一步研究开发“基于异质结 HJT 太阳能电池新型 PECVD 的非晶硅薄膜工艺及电池技术”的联合战略合作。**

**图 1：公司首台异质结 PECVD 设备落地晋能**


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**图 2：公司首台异质结 PECVD 设备落地晋能**


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

■ **公司本次定增项目情况，加码异质结 PECVD 设备。**

**表 3：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

■ **公司业务板块分类：核心布局组件+电池片设备+智慧港口设备。**

**表 4：公司业务板块分类：组件+电池片设备+智慧港口设备布局**

设备类别	主要产品	下游产品	应用领域
光伏组件装备	高效光伏组件自动化生产线、层压机、自动粘胶带机、接线盒焊接机、多功能汇流条焊接机、组件 EL 外观检查一体机、电池串自动敷设机、自动打胶组框组角一体机、激光划片机、玻璃上料机、机械手、EVA/TPT 自动裁切机、叠瓦机、自动灌胶机、EVA 刮平机、自动削边机、自动装纸护角机、自动包装线。	光伏组件	光伏行业
光伏电池装备	HJT 高效光伏电池 PECVD 非晶硅薄膜设备、TOPCON 高效光伏电池管式 PECVD、丝网印刷机、光伏电池电注入机、光伏电池 PL&膜色分选一体机、电池片 AOI 分选机、硅片隐裂检测模组、电池片自动化上下料机。	光伏电池	光伏行业
智慧港口装备	RTG 远程操控软件、桥吊远控与自动作业、集卡集箱信息化系统、AGV (内集卡) 无人驾驶系统、集装箱码头智能物流与控制系统等	码头集装箱作业	智慧港口

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **预计 2025 年 HJT 设备市场空间有望达 419 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 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。

**表 5：2025 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**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1888	2521	3192	4077
现金	242	475	320	305
交易性金融资产	51	0	0	0
应收账款	505	627	844	1055
其它应收款	26	24	36	59
预付账款	49	64	99	140
存货	801	1117	1680	2305
其他	214	214	214	214
<b>非流动资产</b>	270	494	710	866
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	69
<b>资产总计</b>	2158	3015	3901	4943
<b>流动负债</b>	1131	1475	2161	2911
短期借款	200	135	195	195
应付款项	451	664	999	1371
预收账款	404	614	879	1238
其他	76	62	87	107
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	1131	1476	2161	2912
少数股东权益	33	52	83	127
归属母公司股东权益	993	1487	1657	1904
<b>负债和股东权益</b>	2158	3015	3901	4943
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(71)	111	21	178
净利润	97	122	201	291
折旧摊销	20	15	23	32
财务费用	11	3	5	9
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	54	230	294	382
其它	(251)	(258)	(500)	(535)
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	42	323	56	(10)
短期借款	70	(65)	60	(0)
长期借款	0	0	0	0
其他	(28)	388	(5)	(9)
<b>现金净增加额</b>	(139)	233	(155)	(15)

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1061	1491	2275	3152
营业成本	689	1015	1527	2095
营业税金及附加	7	10	16	22
营业费用	38	57	86	120
管理费用	74	104	159	221
研发费用	72	104	159	221
财务费用	11	3	5	9
资产减值损失	50	45	68	95
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
<b>营业利润</b>	126	158	260	377
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	126	157	260	377
所得税	28	36	59	85
<b>净利润</b>	97	122	201	291
少数股东损益	15	19	31	44
<b>归属母公司净利润</b>	83	103	171	247
<b>EBITDA</b>	152	176	285	413
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.8	0.9	1.5	2.1
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23%	41%	53%	39%
营业利润	50%	25%	65%	45%
归属母公司净利润	37%	25%	65%	45%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35%	32%	33%	34%
净利率	9%	8%	9%	9%
ROE	8%	8%	10%	13%
ROIC	9%	8%	11%	14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52%	49%	55%	59%
净负债比率	18%	9%	9%	7%
流动比率	1.7	1.7	1.5	1.4
速动比率	1.0	1.0	0.7	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转率	2.3	2.5	2.8	2.8
应付帐款周转率	2.4	2.3	2.4	2.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.8	0.9	1.5	2.1
每股经营现金	(0.6)	1.0	0.2	1.5
每股净资产	9.4	12.8	14.3	16.4
<b>估值比率</b>				
P/E	146	128	78	54
P/B	12.2	8.9	8.0	7.0
EV/EBITDA	31.2	73.9	46.3	32.1

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>