

签英利组件设备订单; 异质结和 TOPCon 设备将贡献未来几年业绩主增量

——金辰股份点评

公司点评

公司点评——机械设备行业——证券研究

证券研究报告

投资要点

- **与英利中国三项目合计签 3.5GW 组件设备订单, 金额过亿元; 组件设备业务稳步推进**
 - 1) 据金辰股份官方微信公众号新闻, 公司与英利天津签 2GW 光伏组件自动化生产线协议: 包含 4 条光伏组件高度自动化生产线、及 8 台双层双腔电加热层压机。预计 2022 年 1 月中旬交付, 2022 年 3 月在客户端正式投产。
 - 2) 将与英利中国三地项目累计合作 3.5GW, 合同金额累计过亿。应英利中国要求, 公司还将为其在河北衡水与蠡县的项目提供光伏组件自动化生产线和电加热层压机设备。
 - 3) 公司在电加热层压机市场处于领先地位。与传统油加热层压机相比, 可节省 20% 的电力消耗, 公司在组件自动化设备、层压机设备占据龙头地位。预计公司组件设备业务未来有望稳健增长。
- **股权激励: 明年业绩提速, 要求增长 50%; 增量主要来自 TOPCon 设备和异质结设备**
 - 11 月 5 日公司公告股权激励方案, 预计将有助于激励公司核心团队、加速公司业务发展。
 - 1) 股票期权: 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。
 - 2) 限制性股票: 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, 同比增长 20%/50%/60%。公司 2022 年业绩提速, 判断增量主要来自光伏电池片设备 (包括 TOPCon 设备和异质结设备)。
- **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: 晋能是国内最早进入 HJT 电池行业的龙头企业。标志着公司异质结设备获下游客户认可, 期待公司异质结设备进展再突破。
 - 2) 技术实力: 公司与德国 H2GEMINI (核心成员曾就职应用材料、梅耶博格、施密德等) 合资金辰双子, 技术实力+股权机制行业领先, PECVD 设备具有产能大、成本低等优点, 进展有望超市场预期。公司已发 3.8 亿定增用于研制光伏异质结 PECVD 设备、将形成设备年产能 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 142/86/59 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	161	142	86	59
ROE (平均)	9%	8%	10%	13%
PB	13.4	9.8	8.8	7.7

评级

上次评级	买入
当前价格	¥ 125.80

买入

单季度业绩

元/股	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】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】股权激励彰显信心; 期待光伏异质结、TOPCon 设备获突破-浙商机械 20211105
- 3【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
- 4【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

■ 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：2021/11/9				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	706.1	728	4.8	6.9	9.4	12.3	43	103	75	57	22.1	26
捷佳伟创	300724	124.1	432	1.5	2.2	2.8	3.4	40	57	45	36	15.8	19
平均								41	80	60	47	19.0	22
金辰股份	603396	125.8	146	0.8	0.9	1.5	2.1	161	142	86	59	13.4	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
葛民	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

- 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 4：2025 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					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1888	2521	3192	4077	营业收入	1061	1491	2275	3152
现金	242	475	320	305	营业成本	689	1015	1527	2095
交易性金融资产	51	0	0	0	营业税金及附加	7	10	16	22
应收账款	505	627	844	1055	营业费用	38	57	86	120
其它应收款	26	24	36	59	管理费用	74	104	159	221
预付账款	49	64	99	140	研发费用	72	104	159	221
存货	801	1117	1680	2305	财务费用	11	3	5	9
其他	214	214	214	214	资产减值损失	50	45	68	95
非流动资产	270	494	710	866	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	4	1	2	2	其他经营收益	6	4	4	5
固定资产	172	262	388	517	营业利润	126	158	260	377
无形资产	9	8	7	7	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	13	162	248	272	利润总额	126	157	260	377
其他	72	60	65	69	所得税	28	36	59	85
资产总计	2158	3015	3901	4943	净利润	97	122	201	291
流动负债	1131	1475	2161	2911	少数股东损益	15	19	31	44
短期借款	200	135	195	195	归属母公司净利润	83	103	171	247
应付款项	451	664	999	1371	EBITDA	152	176	285	413
预收账款	404	614	879	1238	EPS (最新摊薄)	0.8	0.9	1.5	2.1
其他	76	62	87	107	主要财务比率				
非流动负债	1	1	1	1		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1	1	1	1	营业收入	23%	41%	53%	39%
负债合计	1131	1476	2161	2912	营业利润	50%	25%	65%	45%
少数股东权益	33	52	83	127	归属母公司净利润	37%	25%	65%	45%
归属母公司股东权益	993	1487	1657	1904	获利能力				
负债和股东权益	2158	3015	3901	4943	毛利率	35%	32%	33%	34%
					净利率	9%	8%	9%	9%
					ROE	8%	8%	10%	13%
					ROIC	9%	8%	11%	14%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	161	142	86	59
					P/B	13.4	9.8	8.8	7.7
					EV/EBITDA	31.2	81.6	51.1	35.4

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>