

金辰股份(603396)

报告日期: 2022年8月7日

获辽宁省“省长质量奖”; 光伏 HJT PECVD 设备亮相

——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

□ 金辰股份: 获“省长质量奖”; 公司为光伏电池+组件制造装备全球领先者

1) 据公司官方微信公众号。金辰股份荣获第九届辽宁省“省长质量奖”。公司已为全球 210 多家海内外一线光伏组件制造商提供超过 260GW 的光伏制造设备。并通过与中科院宁波材料所等国内知名科研院所合作, 研发高效 TOPCON 电池和异质结 (HJT) 电池用关键工艺装备 (PECVD) 技术, 现已拥有核心技术专利 500 余项, 其中发明专利 243 项

2) 建智能制造华东基地、将加速业务腾飞: 根据公司 2021 年年报, 公司主要子公司在职员工的数量 (主要在苏州) 已达 1155 人, 占比公司总人数的 83%。未来随着公司智能制造华东基地在苏州逐步投产, 借助江浙地域的产业链配套优势, 将助于公司在光伏电池片/组件设备领域的加速腾飞。

□ 厚积薄发: 光伏 HJT+TOPCon 设备均迈向头部, 组件设备龙头将二次腾飞

光伏行业需求 10 年 10 倍大赛道, “降本增效”是催生需求爆发的核心。光伏电池是未来 3-5 年降本增效最重要环节之一, 核心聚焦电池设备。金辰为光伏电池 HJT 设备+TOPCon 设备稀缺标的, 预计将在这两块业务均迈向头部 (友商: 目前 HJT 设备龙头—迈为股份、目前 TOPCon 设备龙头—捷佳维创)。公司业绩和估值有望获得双提升。

1) HJT 设备: 迈向量产阶段、行业千亿潜在市值空间。(1) 非晶 PECVD: 已获晋能验证, 处行业领先。平均效率 24.4%、最优批次效率 24.55%。(2) 微晶 PECVD: 首台微晶工艺腔体已运抵晋能科技, 目标转换效率 25%+。首台量产微晶设备预计 2022 年下半年交付、进行中试/量产级别验证。我们预计 2025 年 HJT 设备行业市值将达 3000 亿元 (120 亿利润、25 倍 PE), 公司 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。

2) TOPCon 设备: 头部客户验证顺利、百亿潜在市值空间。公司管式 PECVD 样机已在晶澳、东方日升、晶科等客户试用。量产 n 型 TOPCon 电池平均效率 >24% (最高效率 24.5%)。我们预计 2025 年 TOPCon 设备行业市值达 373 亿元 (15 亿利润、25 倍 PE), 公司将受益。

3) 组件设备: 预计 2025 年组件设备 (流水线+层压机) 市场规模达 89 亿元, 2021-2025 年 CAGR=23%。公司为组件设备龙头、预计稳健增长。

□ 盈利预测: 看好公司光伏 HJT 和 TOPCon 设备均迈向头部

预计公司 2022-2024 年净利润为 1.4/2.3/4.1 亿元, 同比增长 124%/66%/80%, 对应 PE 为 93/56/31 倍。我们测算: 如公司在 HJT+TOPCon 设备均处第三位置, 则 2025 年潜在市值空间 305 亿元; 如均处第二位置, 则 2025 年潜在市值有望达 575 亿。维持“买入”评级。

□ 风险提示: HJT/TOPCon 电池设备推进速度不达预期; 下游扩产不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1610	2871	4433	6616
(+/-)	52%	78%	54%	49%
归母净利润	61	137	227	408
(+/-)	51%	124%	66%	80%
每股收益 (元)	0.6	1.2	2.0	3.5
P/E	198	93	56	31
ROE (平均)	5%	9%	13%	19%
PB	9.1	8.2	7.1	5.8

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥ 108.97

单季度业绩

1Q/2022

4Q/2021

3Q/2021

2Q/2021

元/股

0.25

-0.07

0.25

0.27

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬

执业证书号: S1230522020001
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】拟在苏州建智能制造基地, 加速公司组件电池设备业务腾飞- 浙商机械 20220628

3【金辰股份】获 2GW 印度龙头组件设备订单; 期待 HJT 设备再突破-浙商机械 20220606

4【金辰股份】研发投入、减值计提影响业绩; 大力加码光伏 HJT、TOPCon 设备-浙商机械 20220428

■ 重点推荐公司盈利预测及估值。

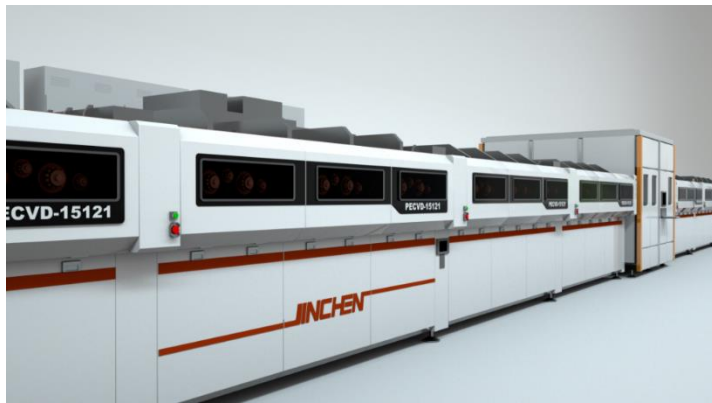
表 1: 重点推荐公司盈利预测及估值

日期: 2022/8/7				EPS/元				PE				2021A	
公司	代码	股价/元	总市值/亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE (%)
迈为股份	300751	453.4	784	5.9	5.1	7.5	10.4	43	89	60	44	22.1	26
捷佳伟创	300724	127.0	442	2.1	2.2	2.8	3.4	40	59	46	37	15.8	19
平均								41	74	53	40	19.0	22
金辰股份	603396	109.0	127	0.6	1.2	2.0	3.5	198	93	56	31	9.1	5

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

■ 金辰股份光伏 HJT PECVD 设备示意图。

图 1: 金辰股份 HJT PECVD 设备示意图



资料来源: 公司官方微信公众号, 浙商证券研究所

- 参考光伏设备行业历史, 行业进入成熟期后、竞争格局相对集中。我们假设龙一占据 60% 以上份额、龙二占据 20% 以上份额、龙三占据 10% 左右份额。我们测算如公司在 HJT+TOPCon 设备均处第三位, 则潜在市值空间 305 亿元; 如均处第二位置, 则潜在市值有望达 575 亿。我们进行公司 2025 年潜在市值测算 (以下未包含光伏组件业务——我们测算估值近 35 亿元市值)。

表 2: 金辰股份 HJT+TOPCon 成长空间测算, 有望迈向头部、成长潜力空间大

				HJT 设备		
2025 年金辰电池片设备市值空间 (亿元)				3005		
TOPCon 设备	373	市占率假设/潜在市值测算		龙一	龙二	龙三
				60%	20%	10%
		龙一	60%	1621 亿元	660 亿元	419 亿元
		龙二	20%	1502 亿元	540 亿元	300 亿元
		龙三	10%	1472 亿元	511 亿元	270 亿元

资料来源: 浙商证券研究所预测

- 2022年3月，公司首台微晶 HJT PECVD 设备运抵晋能科技，攻克了“大面积高沉积速率”的 PECVD 微晶镀膜产业化难题，将推进 HJT 电池量产转换效率迈向 25%+。

图 2：公司首台微晶 HJT PECVD 设备运抵晋能科技



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

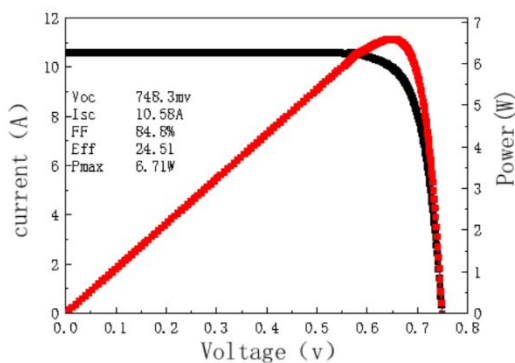
图 3：公司首台微晶 HJT PECVD 设备运抵晋能科技



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

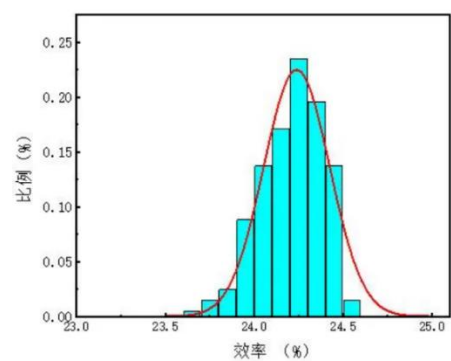
- 2021年12月，公司 HJT 用 PECVD 设备获晋能产线验证。公司 PECVD 设备于 2021 年 8 月在晋能科技完成安装调试，首片工艺流程片的电池片效率即达 22.8% 的好成绩。经过 3 个多月的持续优化，公司 HJT 设备生产的 166 尺寸电池片平均效率已达 24.38%，最优批次平均效率达 24.55%，与晋能原有产线基本持平（晋能是国内最早进入 HJT 电池行业企业，采用应用材料 PECVD 设备），处于行业领先水平。

图 4：使用金辰 HJT 设备制造的电池各项性能表现优异



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

图 5：使用金辰 HJT 设备制造的电池效率收敛表现集中



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2630	4130	5749	7921	营业收入	1610	2871	4433	6616
现金	426	344	338	369	营业成本	1124	1975	3010	4410
交易性金融资产	182	0	0	0	营业税金及附加	13	23	35	52
应收账款	737	1178	1573	2094	营业费用	63	109	168	251
其它应收款	13	38	68	81	管理费用	105	188	290	433
预付账款	54	118	180	246	研发费用	130	201	288	397
存货	937	2172	3311	4851	财务费用	14	36	83	114
其他	280	280	280	280	资产减值损失	74	115	177	265
非流动资产	326	548	776	942	公允价值变动损益	2	2	2	2
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
长期投资	0	1	2	1	其他经营收益	14	7	9	10
固定资产	203	298	429	562	营业利润	104	235	393	707
无形资产	11	11	11	12	营业外收支	2	2	2	2
在建工程	10	160	247	271	利润总额	106	237	394	709
其他	101	77	88	96	所得税	28	62	104	187
资产总计	2955	4678	6525	8863	净利润	78	175	291	522
流动负债	1492	3033	4588	6402	少数股东损益	17	38	63	114
短期借款	290	1185	2051	2511	归属母公司净利润	61	137	227	408
应付款项	543	953	1453	2129	EBITDA	137	286	497	853
预收账款	404	591	674	1342	EPS (最新摊薄)	0.6	1.2	2.0	3.5
其他	256	304	410	420	主要财务比率				
非流动负债	16	6	7	10		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	16	6	7	10	营业收入	52%	78%	54%	49%
负债合计	1508	3039	4596	6411	营业利润	24%	127%	67%	80%
少数股东权益	48	86	149	263	归属母公司净利润	51%	124%	66%	80%
归属母公司股东权益	1400	1553	1780	2188	获利能力				
负债和股东权益	2955	4678	6525	8863	毛利率	30%	31%	32%	33%
					净利率	5%	6%	7%	8%
					ROE	5%	9%	13%	19%
					ROIC	5%	7%	9%	13%
					偿债能力				
					资产负债率	51%	65%	70%	72%
					净负债比率	20%	39%	45%	39%
					流动比率	1.8	1.4	1.3	1.2
					速动比率	1.1	0.6	0.5	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9
					应收帐款周转率	2.6	2.8	2.8	2.9
					应付帐款周转率	3.1	3.9	3.7	3.6
					每股指标(元)				
					每股收益	0.6	1.2	2.0	3.5
					每股经营现金	(0.7)	(7.5)	(4.7)	(1.1)
					每股净资产	12.0	13.4	15.3	18.8
					估值比率				
					P/E	198	93	56	31
					P/B	9.1	8.2	7.1	5.8
					EV/EBITDA	102.5	47.5	29.3	17.7

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(83)	(871)	(548)	(125)
净利润	78	175	291	522
折旧摊销	23	18	26	35
财务费用	14	36	83	114
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(27)	8	27	488
其它	(169)	(1105)	(973)	(1283)
投资活动现金流	(185)	(83)	(241)	(191)
资本支出	(28)	(261)	(241)	(191)
长期投资	5	(3)	0	1
其他	(163)	182	(0)	(0)
筹资活动现金流	431	872	783	347
短期借款	90	895	865	460
长期借款	0	0	0	0
其他	341	(24)	(82)	(113)
现金净增加额	164	(82)	(7)	32

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>