

金辰股份(603396)

报告日期: 2022年08月17日

## 重大里程碑: 微晶 HJT PECVD 量产设备成功交付发货

### ——金辰股份点评报告

#### 投资要点

##### □ HJT 设备: 首台量产微晶 PECVD 设备交付; N 型电池+组件设备“一体化”领军者

1) 据公司官方微信公众号, 历时三年核心技术研发, 近日公司首台基于微晶工艺的 HJT PECVD 量产设备成功交付, 即将进行中试/量产级别验证, 战略意义重大。

2) 战略意义: 公司 2020 年起着手研发 HJT PECVD 设备。2021 年 6 月首台 HJT PECVD 进驻晋能科技并通过验证。此次量产设备交付, 标志公司 HJT 设备 (1) 从非晶技术 (效率 24.5%+) > 走向微晶 (效率 25%+) (2) 从工艺验证>走向量产阶段 (3) 从研发>迈向 HJT 设备行业头部。

3) 向 N 型电池+组件设备“一体化”供应商布局: 公司投资 1.02 亿元建设的“高效电池&高效组件研发实验室”已完工, 设备开始入场调试, 预计 2022 年底 N 型高效电池+组件研发线将全线贯通, 为高效电池、高效组件的研发测试提供完整平台。HJT、TOPCon 产业化的瓶颈不仅仅在于电池端, 组件端的适配也是未来发展重中之重。我们判断公司有望在 N 型电池设备+组件设备形成“一体化”解决方案能力, 加速设备研发与客户资源协同, 战略意义重大。

##### □ 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

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 (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%+。首台量产微晶设备已成功交付、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。

4) 建智能制造华东基地、将加速业务腾飞: 2021 年公司主要子公司在职员工数量 (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, 将有助于公司在光伏电池片/组件设备领域的加速腾飞。

##### □ 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 116/70/39 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。

#### 投资评级: 买入(维持)

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 136.53
总市值(百万元)	15,877.49
总股本(百万股)	116.29

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《再获海外最大组件龙头订单; 期待 HJT 和 TOPCon 设备迈向头部——金辰股份点评报告》2022.08.12
- 《【金辰股份】获辽宁省“省长质量奖”; 光伏 HJT PECVD 设备亮相-浙商机械 20220807》2022.08.07
- 《【金辰股份】深度: 厚积薄发; 光伏 HJT 和 TOPCon 设备均迈向头部-浙商机械-20220729》2022.07.29

#### 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%
EPS	0.6	1.2	2.0	3.5
P/E	248	116	70	39
ROE (平均)	5%	9%	13%	19%
PB	11.3	10.2	8.9	7.3

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

■ 可比公司盈利预测与估值。

表 1：重点推荐公司盈利预测及估值

公司	代码	日期：2022/8/17		EPS/元				PE				2021A	
		股价/元	总市值/亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE (%)
迈为股份	300751	517.0	894	5.9	5.1	7.5	10.4	43	101	69	50	22.1	26
捷佳伟创	300724	160.2	558	2.1	2.8	3.5	4.3	40	58	46	37	15.8	19
平均								41	80	58	43	19.0	22
金辰股份	603396	136.5	159	0.6	1.2	2.0	3.5	248	116	70	39	11.3	5

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

- 据公司官方微信公众号，历时三年核心技术研发，公司首台基于微晶工艺的HJT PECVD量产设备成功交付，即将进行中试/量产级别验证，战略意义重大。

图 1：公司首台微晶 HJT PECVD 量产设备成功交付发货



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

图 2：金辰股份 HJT PECVD 设备示意图



资料来源：公司官方公众号，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 设备均处第三位置，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

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2630	4130	5749	7921
现金	426	344	338	369
交易性金融资产	182	0	0	0
应收账款	737	1178	1573	2094
其它应收款	13	38	68	81
预付账款	54	118	180	246
存货	937	2172	3311	4851
其他	280	280	280	280
<b>非流动资产</b>	326	548	776	942
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	1	2	1
固定资产	203	298	429	562
无形资产	11	11	11	12
在建工程	10	160	247	271
其他	101	77	88	96
<b>资产总计</b>	2955	4678	6525	8863
<b>流动负债</b>	1492	3033	4588	6402
短期借款	290	1185	2051	2511
应付款项	543	953	1453	2129
预收账款	404	591	674	1342
其他	256	304	410	420
<b>非流动负债</b>	16	6	7	10
长期借款	0	0	0	0
其他	16	6	7	10
<b>负债合计</b>	1508	3039	4596	6411
少数股东权益	48	86	149	263
归属母公司股东权	1400	1553	1780	2188
<b>负债和股东权益</b>	2955	4678	6525	8863

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(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)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	164	(82)	(7)	32

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1610	2871	4433	6616
营业成本	1124	1975	3010	4410
营业税金及附加	13	23	35	52
营业费用	63	109	168	251
管理费用	105	188	290	433
研发费用	130	201	288	397
财务费用	14	36	83	114
资产减值损失	74	115	177	265
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	14	7	9	10
<b>营业利润</b>	104	235	393	707
营业外收支	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	106	237	394	709
所得税	28	62	104	187
<b>净利润</b>	78	175	291	522
少数股东损益	17	38	63	114
<b>归属母公司净利润</b>	61	137	227	408
EBITDA	137	286	497	853
EPS (最新摊薄)	0.55	1.17	1.95	3.51

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	51.76%	78.33%	54.42%	49.25%
营业利润	23.51%	126.72%	66.92%	80.01%
归属母公司净利润	50.62%	124.47%	66.39%	79.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.16%	31.21%	32.09%	33.35%
净利率	4.83%	6.08%	6.56%	7.89%
ROE	4.92%	8.85%	12.73%	18.62%
ROIC	4.89%	7.21%	9.03%	12.78%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.03%	64.96%	70.43%	72.34%
净负债比率	19.81%	39.11%	44.70%	39.24%
流动比率	1.76	1.36	1.25	1.24
速动比率	1.13	0.65	0.53	0.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.75	0.79	0.86
应收账款周转率	2.59	2.83	2.81	2.94
应付账款周转率	3.12	3.88	3.67	3.61
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.55	1.17	1.95	3.51
每股经营现金	-0.71	-7.49	-4.72	-1.07
每股净资产	12.03	13.36	15.31	18.82
<b>估值比率</b>				
P/E	248	116	70	39
P/B	11.34	10.22	8.92	7.26
EV/EBITDA	102.49	58.69	35.75	21.44

资料来源：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“本公司”）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>