

仕净科技 (301030)

拟投资 24GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池, 延伸下游打开空间

买入 (维持)

2023 年 01 月 17 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书: S0600522090002

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	795	1,464	3,659	13,587
同比	19%	84%	150%	271%
归属母公司净利润 (百万元)	58	90	240	1,301
同比	-5%	55%	167%	441%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.44	0.67	1.80	9.76
P/E (现价&最新股本摊薄)	88.40	57.21	21.41	3.95

关键词: #第二曲线 #新需求、新政策

投资要点

- **事件:** 公司公告, 与宁国经开管委会签订《高效太阳能电池片生产项目投资合作协议书》。
- **建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目, 总投资不超过 112 亿元。** 公司计划与宁国经开管委会合作建设 24GW 光伏电池项目, 分两期建设。1) **项目规模:** 一期 18GW 计划总投资 75 亿元, 其中固定资产投资 63 亿元, 按 9GW+9GW 分阶段投产运营, 计划 2023 年 4 月开工建设, 11 月竣工投产, 二期择时建设。2) **运营模式:** 地方政府代建+固定资产回购。公司深耕光伏行业约 15 年, 产业认知深刻, 具备较强抗风险能力及应变能力, 作为光伏电池污染防控设备龙头, 依托机电系统设计经验切入下游电池片领域, 凭借良好的客户资源积累及行业先进团队技术, 有望抓住行业机遇扩大业务范围及盈利规模。
- **采取最新主流 N-TOPCon+SE 技术路线, 具备机电系统设计优势。** 我们认为公司下游延伸电池片业务优势在于: 1) **行业最新主流技术路线, 掌握后发优势。** 公司选取最新主流 N-TOPCon+SE 技术, 预计叠加 SE 技术改进平均转换率可提升 0.2%, 光电转化率可达行业先进水平。团队及设备选型已有储备, 避免试错成本, 掌握技术后发优势。2) **机电设备运营经验, 优化系统设计。** 工业系统设计在光伏工厂运营中重要性很高, 公司拥有丰富机电系统设计运营经验, 可有效避免建造、运行中可能造成的浪费, 以期降低非硅成本。3) **客户资源积累良好。** 公司主业产品服务客户覆盖 2021 年全球光伏组件出货量前 10 名中的 8 家, 渠道协同性良好, 已储备具备国内外市场营销经验的销售团队。
- **政府代建&补贴大力支持, 多元化&逐步投入降低风险。** 一期 18GW 项目投资中, 政府代建规模为 25 亿元, 主要包括厂房基建、机电设施、配套设施等, 政府补贴规模为 19.30 亿元, 主要包括新建项目、设备购置、租金、电费补贴等, 自筹资金约 40 亿元, 将通过设备融资租赁、银行贷款、银行授信、专项基金等多种方式筹集, 控制资本投入风险。
- **全国首条钢渣资源化固碳投产, 减污降碳+全产业链经济利益共赢打开广阔天地。** 矿粉市场规模超千亿, 公司首个项目已于 2022 年 11 月投产, 建成后可低成本捕集烟气 CO₂&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料。共赢而非成本, 水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。
- **行业景气度上行, 光伏废气治理龙头单位价值量提升成长加速。** 公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏废气治理龙头地位。受益于光伏行业景气度上行, 在手订单充裕, 同时品类扩张有望提升公司单位价值量。
- **盈利预测与投资评级:** 光伏景气度上行, 水泥固碳进展顺利, 考虑电池片业务贡献, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润自 1.20/2.40/3.15 亿元至 0.90/2.40/13.01 亿元, 同增 55%/167%/441%, 对应 57、21、4 倍 PE, 光伏电池片+水泥固碳业务衍生空间大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电池片扩产不及预期, 订单不及预期, 现金流风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.58
一年最低/最高价	19.46/47.50
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	4,022.41
总市值(百万元)	5,144.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.17
资产负债率(% ,LF)	66.31
总股本(百万股)	133.33
流通 A 股(百万股)	104.26

相关研究

《仕净科技(301030): 光伏废气治理龙头景气度提升, 资源化驱动最具经济价值水泥碳中和》

2022-11-28

《仕净科技(301030): 2022 年三季报点评: Q3 延续高增, 行业景气度上行》

2022-10-27

事件：公司公告，与宁国经开管委会签订《高效太阳能电池片生产项目投资合作协议书》。

1. 拟投资 24GW 高效 TOPCon 光伏电池，延伸产业链下游

与宁国经开管委会合作，投资建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目。2023 年 1 月，公司公告与宁国经济技术开发区管理委员会签订《高效太阳能电池片生产项目投资合作协议书》。项目总投资不超过 112 亿元，其中固定资产投资 90 亿元，建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目，项目将分两期建设，其中一期规模 18GW，计划总投资 75 亿元，固定资产投资 63 亿元，一期项目将按 9GW+9GW 两个厂房分阶段投产运营，以降低前期的资金密度。待第一个 9GW 厂房投产并正常经营后，再进行第二个 9GW 厂房设备投产建设。待一期 18GW 产能全面达产后，结合行业及市场情况酌情进行二期 6GW 项目建设。目前项目公司已设立，厂房建设计划于 2023 年 4 月动工，同步进行主设备采购，厂房预计于 2023 年 11 月竣工并完成首片 N 型电池下线，2023 年底完成产能爬坡。公司作为光伏电池污染防控配套设备龙头，本次电池片项目是基于行业长期景气度及公司自身业务发展而实现的向产业链下游的拓展。

地方政府垫资代建&政府补贴，彰显地方支持力度。本次项目的合作模式中包含了地方政府代建及项目回购，其中由地方下属国有公司负责对项目的土地、建筑物及基础设施进行投资建设，由公司旗下项目公司按约定回购政府代建的全部固定资产。在项目投产至回购启动期间由项目公司按照总价款的 6%向代建方支付租金，交付后第 7 年开始回购土地、厂房及机电设施，分 4 年完成回购，每年回购不低于回购总价款的 25%。此外政府对项目进行新建项目补贴、设备购置补贴、租金补贴、电费补贴等相关补贴，可见地方政府对该项目的支持力度较大，投资意愿较强。

2. 采取最新主流 N-TOPCon+SE 技术路线，具备机电系统设计优势

公司自 2008 年切入光伏行业已有约 15 年的行业经验，经历过数轮光伏产业变革周期，已形成较强的抗风险能力及应变能力，对行业变化及发展方向认知深刻，如今光伏行业正在进行新一轮的技术迭代，公司基于产业判断，依托机电运营经验计划切入下游电池片领域，凭借良好的客户资源积累及行业先进团队技术，有望抓住行业机遇，在电池片领域成功实现延伸，扩大业务范围及盈利规模。我们认为公司延伸电池片业务主要具备最新主流技术提升效率、机电系统优化设计、客户资源协同等优势。

1、采取最新主流 N-TOPCon+SE 技术路线，以期提升电池效率掌握后发优势。目前 TOPCon 工艺已经较为成熟，公司选取行业最新主流 N-TOPCon+SE 技术，采用 210

兼容 182 大尺寸 TOPCon 电池技术路线，根据光伏行业专家测算，采用 182 大尺寸边距的硅片可降低电池片成本 5%左右，组件单瓦成本降低 8%左右，降低 BOS 成本 0.4 元/W 以上。该技术可以较大程度地降低背面的表面复合和金属复合，有望实现较高的光电转换率及降低生产成本，公司预计叠加 **SE 技术改进平均转换率可提升 0.2%**，达到行业先进水平。同时，在团队及设备储备方面，公司已储备在光伏电池行业拥有丰富经验的项目人员，运营管理、技术工艺、设备工艺、其他职能部门人员等核心团队已基本到位。设备选型方面主流设备厂家已对核心设备进行了多轮设计改进及优化，设备产能、性能及稳定性更高，公司现阶段设备选型可避免试错成本，**为项目顺利实施提供良好的技术后发优势。**

2、机电设备运营经验，优化系统设计。光伏电池厂的工业系统设计在工厂运营中重要性很高，是影响生产运营稳定性及成本的关键指标，公司具有十几年光伏电池工厂机电系统及各专业系统的设计、安装、维保、运营经验，**可有效避免建造、运行中可能造成的浪费，以降低非硅成本。**例如：（1）特气化学品用量减少与安全保障；（2）自有废气、纯水等系统稳定性高，可免停机维保；（3）氨气回收系统可实现氨水循环回收利用，降低生产成本；（4）废水系统运营降耗，回收氟化钙变废为石英；（5）对空压机、冷冻机、空调系统等环节进行节能降耗；（6）工厂设计优化布局。

3、客户资源积累良好，产业认知深刻。公司在光伏行业深耕多年，不仅对产业认知深刻，同时累积了丰富的市场营销及客户资源。公司作为光伏行业制程污染防控的龙头企业，服务的客户覆盖 2021 年全球光伏组件出货量前 10 名中的 8 家，销售渠道有较强协同性。公司已储备部分行业内具有国内外市场营销经验的销售团队，目标市场包括国内知名的组件公司、央企电力集团新能源板块及海外市场，有望尽快实现销售拓展。

3. 政府代建&补贴大力支持，多元化&逐步投入降低风险

政府代建&补贴支持，多元融资逐步投入降低资金风险。电池片项目投资规模较大，公司本次一期 18GW 总投资约 75 亿元，固定资产投资约 63 亿元，其中政府代建规模为 25 亿元，主要包括厂房基建、机电设施、生活区办公区配套设施等，政府补贴规模为 19.30 亿元，主要包括新建项目补贴、设备购置补贴、租金补贴、电费补贴等，公司自筹资金约 40 亿元，将通过设备融资租赁、银行专项贷款、银行授信额度、专项引导基金等多种融资方式筹集，控制资本投入风险。

图1：预计一期项目资金投向

序号	投资分类	金额（亿元）	比例
1	建筑投资	7.98	10.7%
2	设施安装	11.83	15.8%
3	设备	41.40	55.3%
4	土地	1.30	1.7%
5	其他工程费	0.15	0.2%
6	预备费	0.61	0.8%
7	流动资金	10.41	13.9%
8	贷款利息	1.13	1.5%
9	合计	74.8	100.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：预计一期项目资金来源及投入比例

序号	资金来源	金额（亿元）	占投资额比例
1	自有资金	3.50	4.67%
1.1	银行存款	3.50	4.67%
2	自筹资金	40.00	53.33%
2.1	设备融资租赁	10.00	13.33%
2.2	银行专项贷款	5.00	6.67%
2.3	银行授信额度	5.00	6.67%
2.4	计划择机进行融资	10.00	13.33%
2.5	计划设立专项引导基金	10.00	13.33%
3	政府代建	25.00	33.33%
4	政府补贴	19.30	25.73%
4.1	新建项目补贴	1.00	1.33%
4.2	设备补贴	3.30	4.40%
4.3	电费补贴	3.60	4.80%
4.4	租金补贴	9.00	12.00%
4.5	经济贡献奖励	2.40	3.20%
	合计	87.80	117.06%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：新能源革命驱动光伏行业持续快速增长，释放环保治理需求，公司凭借技术、品牌、成本优势奠定光伏制程治理龙头地位，单位价值体量提升带动业务衍生空间 11 倍增长，计划产业链延伸至下游光伏电池片领域，同时积极拓展水泥固碳业务，成长空间广阔。考虑公司光伏主业景气度上行，光伏电池片&水泥固碳项目积极推进，我们将公司 2022-2024 年归母净利润自 1.20/2.40/3.15 亿元调整为 0.90/2.40/13.01 亿元，同增 55%/167%/441%，对应 57、22、4 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：电池片扩产不及预期，订单不及预期，现金流风险。

仕净科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,263	2,853	3,128	5,056	营业总收入	795	1,464	3,659	13,587
货币资金及交易性金融资产	499	777	688	1,189	营业成本(含金融类)	577	1,058	2,665	10,242
经营性应收款项	1,093	1,053	1,317	1,940	税金及附加	5	9	22	82
存货	585	897	945	1,679	销售费用	26	73	183	427
合同资产	68	95	110	163	管理费用	53	103	260	679
其他流动资产	19	31	68	85	研发费用	32	64	165	584
非流动资产	171	189	5,965	6,007	财务费用	18	41	102	180
长期股权投资	1	2	3	4	加:其他收益	13	22	55	204
固定资产及使用权资产	107	114	2,189	2,465	投资净收益	-1	-3	-6	-24
在建工程	0	0	1,200	960	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	20	29	2,529	2,533	减值损失	-28	-27	-26	-29
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	3	3	营业利润	68	107	285	1,544
其他非流动资产	40	40	40	40	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,435	3,042	9,093	11,063	利润总额	68	107	285	1,544
流动负债	1,253	1,749	5,068	5,661	减:所得税	9	15	40	216
短期借款及一年内到期的非流动负债	671	871	1,371	1,671	净利润	59	92	245	1,327
经营性应付款项	460	696	971	1,122	减:少数股东损益	1	2	5	27
合同负债	81	106	187	205	归属母公司净利润	58	90	240	1,301
其他流动负债	41	76	2,540	2,663	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.67	1.80	9.76
非流动负债	150	170	1,970	2,020	EBIT	86	156	365	1,573
长期借款	149	169	219	269	EBITDA	93	164	591	1,737
应付债券	0	0	750	750	毛利率(%)	27.41	27.71	27.19	24.62
租赁负债	0	0	1,000	1,000	归母净利率(%)	7.32	6.14	6.57	9.57
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	18.89	84.25	149.97	271.30
负债合计	1,403	1,919	7,038	7,681	归母净利润增长率(%)	-5.24	54.53	167.25	441.38
归属母公司股东权益	1,026	1,116	2,043	3,344					
少数股东权益	5	7	12	38					
所有者权益合计	1,031	1,123	2,055	3,382					
负债和股东权益	2,435	3,042	9,093	11,063					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-210	139	3,054	576	每股净资产(元)	7.70	8.37	13.61	22.28
投资活动现金流	-19	-29	-6,008	-231	最新发行在外股份(百万股)	133	133	133	133
筹资活动现金流	320	168	2,865	156	ROIC(%)	4.76	6.68	8.31	21.70
现金净增加额	90	278	-89	501	ROE-摊薄(%)	5.67	8.06	11.76	38.91
折旧和摊销	7	8	226	164	资产负债率(%)	57.64	63.08	77.40	69.43
资本开支	-18	-25	-6,000	-205	P/E(现价&最新股本摊薄)	88.40	57.21	21.41	3.95
营运资本变动	-325	-65	3	-1,269	P/B(现价)	5.01	4.61	2.83	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

