



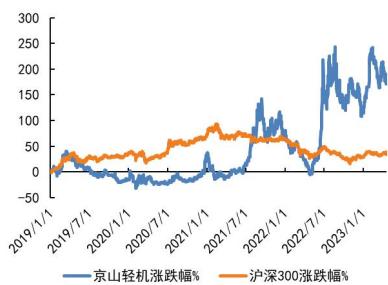
京山轻机 000821.SZ

基础数据:

截至 2023 年 4 月 24 日

当前股价	18.68 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	6.23 亿股
流通股本	5.73 亿股
总市值	116 亿元
流动市值	107 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

联系电话: 010-68080680

研究助理 刘然

zhangweina@gwgsc.com

执业证书编号: S0200121070007

联系电话: 010-68099389

公司地址: 北京市丰台区凤凰嘴街
2号院1号楼中国长城资产大厦12
层

其他专用机械/专用设备/机械设备

业绩增长复合预期, 光伏板块有望保持高增速

事件: 公司发布2022年报及2023年一季报。2022年公司实现营收48.68亿元, 同比增长19.14%; 实现归母净利润3.02亿元, 同比增长107.04%; ROE(加权)为9.59%, 同比增长4.02 pct. 2023Q1公司实现营业收入13.27亿元, 同比增长28.01%; 实现归母净利润5,337万元, 同比增长61.49%。

事件点评:

◆组件扩产大年, 看好公司 2023 业绩增长。硅料价格目前已经低于 20 万元/吨, 下游盈利改善推动组件扩产, 2022 年下半年至今, 通威累计宣布扩产 50GW 组件产能, 上机数控宣布扩产 16GW 组件产能, 晶澳科技 2023 年计划扩产 30GW+组件产能, 晶科宣布扩产 24GW 组件产能, 我们判断 2023 年行业扩产将保持较高增速。截止 2023 年 3 月 31 日, 公司合同负债为 25.14 亿元, 环比增长 52.94%。截止 2022 年 12 月 31 日, 公司光伏板块在手订单 54.44 亿元, 同比增长 45.56%。根据公司 2022 年董事会工作报告, 2023 年公司销售收入目标为 58-65 亿元。公司组件流水线业务市占率超过 50%, 我们认为组件扩产将有力推动公司业绩增长。

◆毛利率提升费用率下降, 盈利能力改善明显。2022 年公司销售净利率为 6.74%, 同比提升 3.83 pct, 其中毛利率提升贡献 1.84 pct, 费用率降低贡献 1.49 pct。2022 年公司毛利率为 21.47%, 分产品类型来看, 光伏自动化产线/包装自动化产线毛利率分别为 23.72% / 22.88%, 同比分提升 1.16 pct / 3.03pct。2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 3.31% / 4.91% / 5.46 / -0.61, 分别变动 -0.18pct / -0.25pct / 0.71pct / -1.77pct。

◆钙钛矿设备由单机台拓展为提供整线解决方案。2022 中报显示公司钙钛矿设备业务提供 PVD 设备与蒸镀设备。2022 年报显示公司提供钙钛矿及叠层电池组件整体解决方案, 包括 GW 级钙钛矿量产装备、MW 级钙钛矿高效电池制造整体解决方案、钙钛矿/叠层电池实验线及钙钛



矿组件自动封装线，其中 GW 级钙钛矿量产装备可满足长 (2000-2300mm) × 宽 (1000-1200mm) 的大尺寸钙钛矿电池生产需求。

公司已完成搭建完整大面积单结钙钛矿电池中试线、晶硅钙钛矿叠层电池实验线。目前极电光能已经启动 GW 级钙钛矿产线建设，我们认为钙钛矿产业化进程加速有望帮助公司开启第二成长曲线。

◆**光伏电池设备业务有望迎来放量，HJT 电池新增铜电镀设备。**根据我们统计，目前行业 TOPCon 产能规划超 450GW，HJT 电池产能规划超 230GW。在 TOPCon 路线上，公司可提供 PECVD&PVD 镀膜设备、制绒和清洗等工艺设备及相关自动化设备，首台二合一镀膜设备已成功交付。在 HJT 路线上，公司提供制绒、清洗、电镀金属化设备等工艺设备及相关自动化设备，其中电镀金属化设备为水平光诱导电镀，可用于 HJT 铜栅制程。2022 年末取得 4GW HJT 清洗制绒设备（含配套自动化）、前清洗设备（含配套自动化）、蚀刻清洗设备订单。我们认为公司电池片设备有望在 2023 年实现较快增长。

◆**动力电池自动化产线实现突破。**2022 年公司电池自动化生产线实现 3.50 亿元收入，同比增长 102.48%，主要系公司 2022 年转型做动力电池设备。从研发投入上，公司布局了 46 系列大圆柱动力电池组装线、方形铝壳电池组装线、激光切叠压一体机、后焊双电芯自动线等，其中 46 系列大圆柱动力电池组装线已交付客户现场试产中。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 4.70/5.49/6.53 亿元，EPS 分别为 0.75/0.88/1.05 元，当前股价对应 P/E 分别为 25/21/18 倍。我们认为公司估值仍有一定上升空间，维持其“买入”评级。

风险提示：

钙钛矿市场化进程不及预期；光伏电池设备营收增长不及预期；光伏组件扩产不及预期。



主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,867.71	6,458.92	7,734.18	8,785.61
增长率(%)	19.14	32.69	19.74	13.59
归母净利润(百万元)	301.94	470.07	548.71	652.92
增长率(%)	107.04	55.69	16.73	18.99
EPS(元/股)	0.48	0.75	0.88	1.05
市盈率(P/E)	38.54	24.75	21.20	17.82
市净率(P/B)	3.53	3.06	2.67	2.32

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,598.33	2,120.81	2,913.87	4,044.35	营业收入	4,867.71	6,458.92	7,734.18	8,785.61
应收账款	1,527.09	1,881.78	2,200.15	2,436.71	营业成本	3,822.62	5,026.26	5,990.61	6,785.39
预付账款	285.50	527.21	495.31	622.19	营业税金及附加	21.83	29.07	34.80	39.54
存货	3,731.56	4,645.54	4,673.18	5,127.93	营业费用	161.15	213.14	255.23	289.93
其他	716.22	995.50	1,042.40	1,277.46	管理费用	238.96	322.95	382.84	430.49
流动资产合计	7,858.71	10,170.85	11,324.90	13,508.63	研发费用	266.01	355.24	394.44	439.28
长期股权投资	173.83	173.83	173.83	173.83	财务费用	-29.57	-32.29	38.67	43.93
固定资产	364.16	703.18	804.05	820.19	资产减值损失	-18.78	-18.50	-18.70	-19.00
在建工程	508.00	304.80	213.36	160.02	公允价值变动收益	-6.20	-2.33	-1.00	0.00
无形资产	196.19	201.92	203.22	200.09	投资净收益	9.84	15.00	10.00	8.00
其他	863.11	870.57	879.12	888.89	其他	293.93	342.77	389.44	436.47
非流动资产合计	2,105.30	2,254.30	2,273.59	2,243.01	营业利润	373.92	562.85	652.29	770.87
资产总计	9,964.01	12,425.15	13,598.49	15,751.65	营业外收入	5.58	6.41	7.37	8.48
短期借款	279.55	346.97	0.00	0.00	营业外支出	3.02	3.47	3.99	4.59
应付账款	2,362.88	2,942.61	3,547.21	3,992.11	利润总额	376.48	565.79	655.67	774.76
其他	3,550.59	4,624.76	5,539.90	6,565.75	所得税	48.43	70.72	81.96	96.85
流动负债合计	6,193.02	7,914.34	9,087.11	10,557.86	净利润	328.05	495.07	573.71	677.92
长期借款	373.84	579.01	0.00	0.00	少数股东损益	26.11	25.00	25.00	25.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	301.94	470.07	548.71	652.92
其他	35.56	39.11	44.98	49.48	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	409.40	618.12	44.98	49.48	成长能力				
负债合计	6,602.42	8,532.46	9,132.09	10,607.33	营业收入	19.14%	32.69%	19.74%	13.59%
少数股东权益	64.43	89.43	114.43	139.43	营业利润	145.07%	50.53%	15.89%	18.18%
股本	622.87	622.87	622.87	622.87	归属于母公司净利润	107.04%	55.69%	16.73%	18.99%
资本公积	2,049.43	2,049.43	2,049.43	2,049.43	获利能力				
留存收益	2,710.32	3,180.39	3,729.10	4,382.02	毛利率	21.47%	22.18%	22.54%	22.77%
其他	-2,085.46	-2,049.43	-2,049.43	-2,049.43	净利率	6.20%	7.28%	7.09%	7.43%
股东权益合计	3,361.59	3,892.69	4,466.40	5,144.32	ROE	9.16%	12.36%	12.61%	13.05%
负债和股东权益总计	9,964.01	12,425.15	13,598.49	15,751.65	ROIC	17.32%	20.79%	23.92%	51.23%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	249.79	381.79	1,853.14	1,235.75	资产负债率	66.26%	68.67%	67.16%	67.34%
资本支出	477.35	234.64	120.57	83.84	流动比率	1.27	1.29	1.25	1.28
长期投资	6.31	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.67	0.70	0.73	0.79
其他	-898.68	-452.54	-231.01	-160.18	营运能力				
投资活动现金流	-415.02	-217.90	-110.44	-76.34	应收账款周转率	3.67	3.79	3.79	3.79
债权融资	665.72	955.98	45.00	60.00	存货周转率	1.56	1.54	1.66	1.79
股权融资	78.62	69.25	-37.74	-43.00	总资产周转率	0.55	0.58	0.59	0.60
其他	-638.85	-666.65	-956.91	-45.93	每股指标（元）	2022	2023E	2024E	2025E
筹资活动现金流	105.49	358.59	-949.65	-28.93	每股收益	0.48	0.75	0.88	1.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.40	0.61	2.98	1.98
现金净增加额	-59.74	522.48	793.05	1,130.48	每股净资产	5.29	6.11	6.99	8.04

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在 -10%~+10% 之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。