

帝科股份(300842)

报告日期: 2024 年 12 月 11 日

金属化技术方案全面布局, 铜浆产业化有望加速突破

——帝科股份点评报告

投资要点

□ 多方案推动金属化成本下降, 铜浆方案难点多、关注度高

金属化成本为光伏电池中非硅成本的主要构成之一, 光伏企业通过技术创新减少银的使用, 缓解成本压力。银包铜、铜电镀、0BB 等技术方案通过贱金属替代、缩减栅线宽度等方法持续降低电池银耗, 在近几年持续突破。其中铜浆技术方案关注度较高, 但技术难点较多: 1) 氧化性, 铜较为活泼, 在高温烧结过程中容易氧化, 防氧化处理尤为关键; 2) 扩散, 银浆烧结后形成合金, 而铜在烧结过程中容易在电池片上扩散, 铜原子比较容易影响 PN 结; 3) 焊接稳定性。

□ 金属化方案技术储备丰富, 铜浆技术水平处于行业领先地位

公司一直致力于高性能电子材料的研发, 在 TOPCon、IBC、HJT 等技术方面都具备丰富的金属化银浆方案技术储备, 其中 1) TOPCon: 重点强化 N 型 TOPCon 电池正背面全套导电银浆产品的领导地位, 引领激光增强烧结金属化技术产业化; 2) HJT: 持续发力 N 型 HJT 电池正背面全套低温银浆及低温银包铜浆料产品的迭代升级与大规模量产, 加快更低银含量银包铜浆料开发与产业化; 3) IBC: 积极延伸拓展在高温钝化接触电池金属化浆料上的技术优势, 加快新型全钝化接触 IBC 电池金属化浆料解决方案的开发与产业化。根据公司投资者问答回复: 公司积极关注并布局包括铜浆在内的贱金属低银技术, 较早期就与行业领先企业合作开发铜浆技术, 重点关注铜粉制备与抗氧化技术开发, 产品技术水平处于行业领先地位, 并持续与领先客户、产业链伙伴合作开发整体应用解决方案。

□ HJT 铜浆应用优势突出, 有望率先实现产业化突破。

由于 HJT 电池结构的最外层是导电的 TCO 膜, 不需要高温烧结, 电池的栅线可以直接和铜浆连接形成良好的欧姆接触, 所以在使用铜浆来制作 HJT 电池栅线的时候不需要考虑额外制作种子层, 不会带来工艺复杂度和成本的增加, 因此铜浆技术有望在 HJT 电池上率先实现产业化落地。根据东方日升公众号发布, 在保证电池效率的情况下, 铜浆的使用, 能够使得电池单瓦纯银耗量由现在的 6mg/W 达到 0.5mg/W。

□ 盈利预测及估值

维持盈利预测, 维持“买入”评级。公司是全球光伏银浆龙头, 技术解决方案全面布局, 金属化技术行业领先, 同时不断加大研发投入保持竞争优势。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.15、6.30、7.24 亿元, 对应 EPS 分别为 3.66、4.48、5.15 元/股, 对应 PE 分别为 13、11、9 倍。

□ 风险提示: 行业周期性波动; 市场竞争日益加剧; 毛利率下滑; 汇率波动风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9603	15174	17777	20997
(+/-)(%)	154.94%	58.02%	17.15%	18.11%
归母净利润	386	515	630	724
(+/-)(%)	-	33.44%	22.36%	14.99%
每股收益(元)	2.74	3.66	4.48	5.15
P/E	17	13	11	9
ROE (%)	33.72%	33.36%	30.59%	26.47%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨

执业证书号: S1230522040003

chenmingyu@stocke.com.cn

分析师: 谢金翰

执业证书号: S1230523030003

xiejinhan@stocke.com.cn

研究助理: 曹宇

caoyu@stocke.com.cn

研究助理: 夏伟耀

xiaaweiya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥47.09
总市值(百万元)	6,625.56
总股本(百万股)	140.70

股票走势图



相关报告

- 《Topcon 银浆出货领先, 布局半导体优化产业结构》2024.09.18
- 《TOPCon 浆料保持领军地位, 加强 N 型及半导体浆料研发投入》2024.03.01
- 《23Q2 业绩超预期, TOPCon 银浆龙头量利齐升》2023.09.06

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6266	7995	9461	11325
现金	1835	1000	1200	1500
交易性金融资产	5	5	6	6
应收账款	3735	5888	6965	8294
其它应收款	7	12	14	16
预付账款	66	106	124	147
存货	602	968	1138	1346
其他	16	17	14	16
非流动资产	518	546	613	654
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	265	309	352	390
无形资产	17	19	22	23
在建工程	5	15	20	22
其他	231	203	219	219
资产总计	6785	8542	10073	11979
流动负债	5367	6765	7656	8831
短期借款	2653	3105	3546	4170
应付款项	1556	2502	2940	3479
预收账款	0	0	0	0
其他	1158	1158	1169	1182
非流动负债	76	33	44	51
长期借款	0	0	0	0
其他	76	33	44	51
负债合计	5443	6798	7700	8882
少数股东权益	18	18	18	18
归属母公司股东权	1323	1725	2355	3079
负债和股东权益	6785	8542	10073	11979

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(1051)	(979)	(20)	(105)
净利润	378	515	630	724
折旧摊销	19	22	28	35
财务费用	150	117	135	147
投资损失	36	0	0	0
营运资金变动	(359)	(1121)	(556)	(703)
其它	(1275)	(510)	(256)	(308)
投资活动现金流	(81)	(62)	(90)	(75)
资本支出	(97)	(75)	(75)	(75)
长期投资	3	5	(4)	1
其他	13	8	(11)	(1)
筹资活动现金流	1113	206	310	480
短期借款	1093	452	442	623
长期借款	0	0	0	0
其他	21	(246)	(132)	(143)
现金净增加额	(19)	(835)	200	300

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9603	15174	17777	20997
营业成本	8533	13717	16121	19073
营业税金及附加	13	15	18	21
营业费用	83	121	142	168
管理费用	34	53	53	63
研发费用	310	470	533	630
财务费用	150	117	135	147
资产减值损失	(107)	(121)	(89)	(105)
公允价值变动损益	57	0	0	0
投资净收益	(36)	0	0	0
其他经营收益	13	0	0	0
营业利润	408	560	686	790
营业外收支	7	6	6	6
利润总额	415	565	692	796
所得税	37	51	62	72
净利润	378	515	630	724
少数股东损益	(8)	0	0	0
归属母公司净利润	386	515	630	724
EBITDA	486	654	805	928
EPS (最新摊薄)	2.74	3.66	4.48	5.15

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	154.94%	58.02%	17.15%	18.11%
营业利润	1217.24%	37.12%	22.60%	15.12%
归属母公司净利润	-	33.44%	22.36%	14.99%
获利能力				
毛利率	11.14%	9.60%	9.32%	9.16%
净利率	3.93%	3.39%	3.54%	3.45%
ROE	33.72%	33.36%	30.59%	26.47%
ROIC	10.12%	11.49%	11.61%	10.91%
偿债能力				
资产负债率	80.22%	79.59%	76.44%	74.14%
净负债比率	49.21%	45.80%	46.21%	47.12%
流动比率	1.17	1.18	1.24	1.28
速动比率	1.06	1.04	1.09	1.13
营运能力				
总资产周转率	1.89	1.98	1.91	1.90
应收账款周转率	5.02	4.05	3.60	3.61
应付账款周转率	66.32	67.91	59.51	59.69
每股指标(元)				
每股收益	2.74	3.66	4.48	5.15
每股经营现金	-7.47	-6.96	-0.14	-0.74
每股净资产	13.17	12.26	16.74	21.88
估值比率				
P/E	17.18	12.88	10.52	9.15
P/B	3.58	3.84	2.81	2.15
EV/EBITDA	16.72	13.65	11.40	10.25

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>