

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

Q4 业绩有所承压，TOPCon 电池浆料助力企业成长

——聚和材料(688503)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

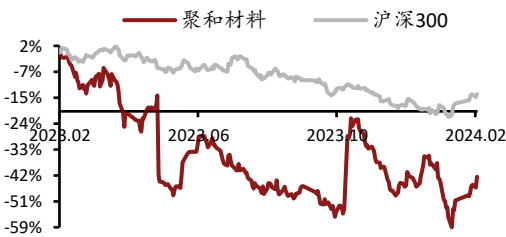
市场数据(2024-02-27)

收盘价(元)	53.22
一年内最高/最低(元)	134.97/37.35
沪深 300 指数	3,494.79
市净率(倍)	1.79
流通市值(亿元)	88.15

基础数据(2023-09-30)

每股净资产(元)	29.65
每股经营现金流(元)	-11.55
毛利率(%)	11.03
净资产收益率_摊薄(%)	8.98
资产负债率(%)	33.06
总股本/流通股(万股)	16,562.79/16,562.79
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2024 年 02 月 28 日

事件：

公司发布 2023 年业绩快报：公司实现营业收入 102.96 亿元，同比增加 58.30%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.46 亿元，同比增加 14.12%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.97 亿元，同比增加 10.58%。

点评：

- **公司四季度业绩有所承压。**公司全年收入增长迅速，主要得益于光伏装机需求快速增长带动银浆的需求增加，叠加公司新增产能释放和 N 型浆料销售占比的提升。分季度来看，四季度公司实现营业总收入 28.97 亿元，同比增长 78.33%，归属于上市公司股东的净利润 0.06 亿元，同比下滑 93.65%。四季度公司业绩下滑预计与 PERC 电池销售承压，银浆加工费降低以及计提资产减值有关。
- **太阳能电池 N 型转型，TOPCon 电池银浆和 HJT 银浆市场需求有望高增。**国内的电池银浆分为高温银浆和低温银浆，其中，P 型电池和 TOPCon 电池使用高温银浆，而 HJT 电池使用低温银浆。银浆的耗用量与单瓦电池消耗量以及光伏装机容量有关。2023 年，国内光伏新增装机容量 216.88GW，同比增长 148.1%。按照中美两国阳光之乡声明，至 2030 年全球可再生能源装机容量至 3 倍，光伏新增市场前景广阔。另一方面，2023 年新增电池产线以 N 型为主，其中，TOPCon 电池市场占比 23%（同比提升 14.7pct），HJT 电池占比 2.6%（同比提升 2pct）。N 型电池占比迅速提升将带来相关银浆需求增长。N 型银浆加工费较高，供应商市场集中度较 PERC 更高，均有望享受行业快速发展红利。
- **公司持续扩产，有望巩固行业领先地位。**公司是国内专业从事新型电子浆料研发、生产和销售企业，产品为太阳能电池用正面银浆，具体涵盖 PERC 电池用银浆、双面氧化铝及叠层钝化 PERC 电池用银浆、单晶硅电池主栅银浆、TOPCon 电池用成套银浆、HJT 电池细栅银浆、HJT 电池主栅银浆等产品。2023 年前三季度，公司正面银浆出货量 1454 吨，同比增长 42.22%，其中，第三季度出货量 610 吨，N 型浆料占比达 35%。公司持续扩大电池银浆产能，年产 3000 吨导电银浆建设项目（二期）已于 2023 年 9 月底达产，聚和泰国工厂和第二生产基地宜宾工厂对应的 600 吨和 400 吨项目全部达产后将提升公司银浆产能规模至 4000 吨/年，铸就公司长期发展基础。公司 TOPCon 电池正面银浆市场份额 50%，预计随着出货量的增长，带来整体公司整体盈利能力的提升。

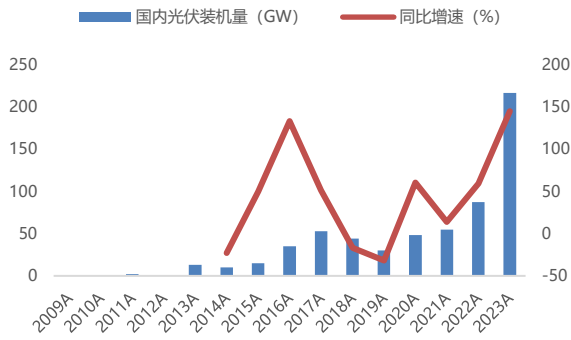
- **公司向上游延伸，布局银粉完成原材料把控。**公司以 1.73 亿元收购江苏连银 100% 股权，进一步优化公司产业结构。江苏连银致力于光伏电池银浆用电子级银粉的全面国产化，已着手建设千吨级电子级银粉生产线，并拓展开 MLCC、锂离子电池、半导体等领域使用的纳米级粉体材料。另外，公司与常州市高新区开发委签订投资协议，拟投资 12 亿元建设高端光伏电子材料基地项目，主要用于年产 3000 吨电子级银粉生产。公司收购江苏连银和扩大银粉生产规模，有利于保证公司银粉供应，提升产业链竞争力和盈利能力。
- **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2023、2024、2025 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4.45 亿元、7.08 亿元和 9.02 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 2.69 元、4.28 元、5.45 元，按照 2 月 27 日 53.22 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 19.80、12.44 和 9.77 倍。公司作为国内领先的太阳能电池浆料供应商，受益于 N 型技术迭代，预计随着生产规模的扩大和银粉自供比例的提升，公司有望实现持续成长，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：正面银浆技术迭代速度较快，公司技术发展不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；公司应收票据和应收账款较高，资金占用和回款放缓风险；行业竞争加剧，盈利能力下滑风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,084	6,504	10,225	14,164	17,468
增长比率（%）	103.14	27.94	57.21	38.52	23.33
净利润（百万元）	247	391	445	708	902
增长比率（%）	98.62	58.53	13.82	59.10	27.31
每股收益(元)	1.49	2.36	2.69	4.28	5.45
市盈率(倍)	35.72	22.53	19.80	12.44	9.77

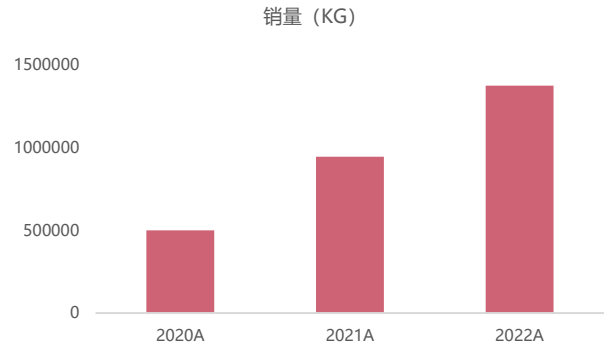
资料来源：中原证券，聚源

图 1：我国光伏装机容量和同比增长



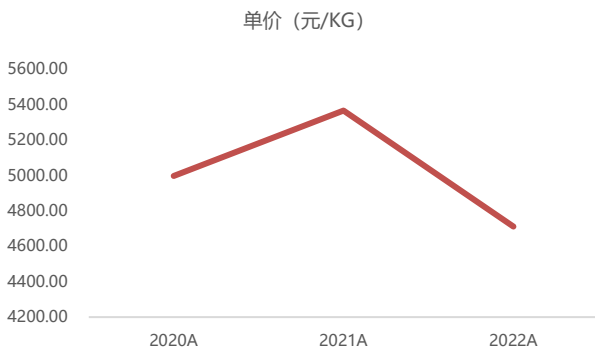
资料来源：国家能源局，中原证券

图 2：公司正面银浆销售量情况



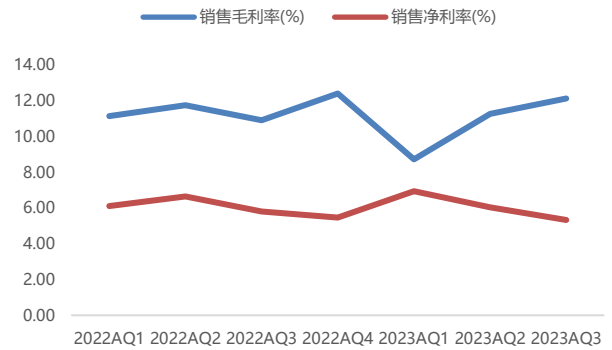
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司正面银浆销售价格



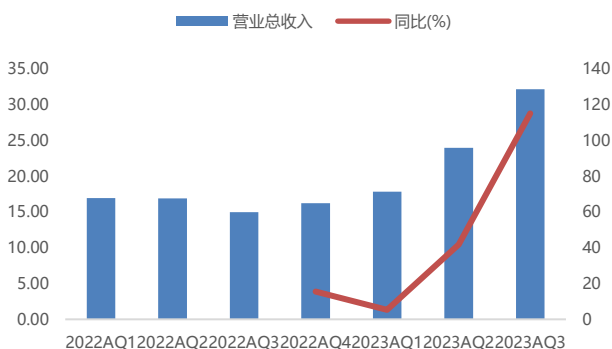
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司销售毛利率走势



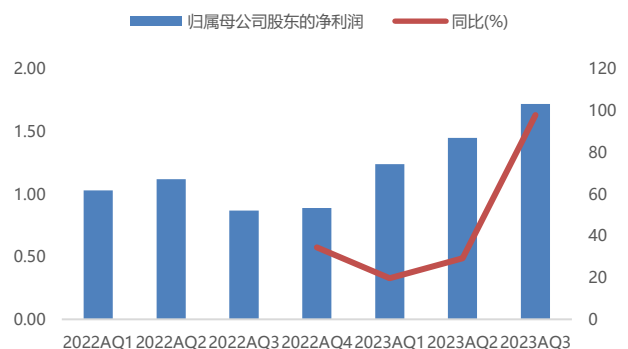
资料来源：Wind，中原证券

图 5：营业收入和同比增长情况-季度



资料来源：Wind，中原证券

图 6：归属于上市公司股东的净利润和同比增长-季度



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,712	5,521	6,943	8,812	10,540
现金	107	773	759	1,153	1,656
应收票据及应收账款	1,723	1,779	2,598	3,488	4,210
其他应收款	47	15	28	39	49
预付账款	141	95	155	213	263
存货	533	605	1,016	1,391	1,716
其他流动资产	161	2,254	2,386	2,528	2,647
非流动资产	152	291	808	929	1,053
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	122	148	207	275
无形资产	69	127	127	127	127
其他非流动资产	63	42	534	596	652
资产总计	2,865	5,811	7,751	9,742	11,593
流动负债	1,618	1,246	2,557	3,647	4,396
短期借款	1,265	766	1,766	2,566	3,066
应付票据及应付账款	237	338	559	765	944
其他流动负债	116	142	233	316	387
非流动负债	11	19	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	19	18	18	18
负债合计	1,629	1,264	2,575	3,665	4,414
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	84	112	166	166	166
资本公积	705	3,597	3,529	3,529	3,529
留存收益	447	838	1,483	2,392	3,494
归属母公司股东权益	1,236	4,547	5,176	6,077	7,178
负债和股东权益	2,865	5,811	7,751	9,742	11,593

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1,058	-1,215	-613	-350	119
净利润	247	391	445	708	902
折旧摊销	25	40	51	79	126
财务费用	-26	34	57	97	127
投资损失	20	-23	-36	-50	-61
营运资金变动	-1,345	-1,667	-1,225	-1,336	-1,125
其他经营现金流	21	10	95	150	150
投资活动现金流	-96	-2,136	-527	-150	-189
资本支出	-88	-159	-150	-200	-250
长期投资	11	-1,999	0	0	0
其他投资现金流	-20	21	-377	50	61
筹资活动现金流	1,194	3,994	926	695	373
短期借款	919	-499	1,000	800	500
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	28	54	0	0
资本公积增加	0	2,892	-69	0	0
其他筹资现金流	276	1,573	-59	-105	-127
现金净增加额	60	645	-15	394	503

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,084	6,504	10,225	14,164	17,468
营业成本	4,551	5,753	9,141	12,522	15,442
营业税金及附加	10	7	11	16	19
营业费用	20	25	41	57	70
管理费用	56	63	102	142	175
研发费用	161	214	337	467	576
财务费用	0	32	45	86	109
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
其他收益	23	14	26	35	44
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	-20	23	36	50	61
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	266	428	509	810	1,031
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	267	428	509	810	1,031
所得税	20	37	64	101	129
净利润	247	391	445	708	902
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	247	391	445	708	902
EBITDA	312	478	605	975	1,266
EPS (元)	1.49	2.36	2.69	4.28	5.45

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	103.14	27.94	57.21	38.52	23.33
营业利润 (%)	91.42	60.50	19.02	59.10	27.31
归属母公司净利润 (%)	98.62	58.53	13.82	59.10	27.31
获利能力					
毛利率 (%)	10.48	11.55	10.61	11.59	11.60
净利率 (%)	4.85	6.01	4.35	5.00	5.16
ROE (%)	19.97	8.60	8.60	11.66	12.56
ROIC (%)	10.62	7.52	6.97	9.06	9.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.86	21.75	33.23	37.62	38.08
净负债比率 (%)	131.82	27.80	49.76	60.31	61.49
流动比率	1.68	4.43	2.71	2.42	2.40
速动比率	1.25	3.85	2.25	1.97	1.94
营运能力					
总资产周转率	2.34	1.50	1.51	1.62	1.64
应收账款周转率	8.79	7.07	8.09	8.39	8.35
应付账款周转率	29.19	32.69	55.76	52.02	49.70
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.49	2.36	2.69	4.28	5.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	-6.39	-7.33	-3.70	-2.12	0.72
每股净资产 (最新摊薄)	7.46	27.45	31.25	36.69	43.34
估值比率					
P/E	35.72	22.53	19.80	12.44	9.77
P/B	7.13	1.94	1.70	1.45	1.23
EV/EBITDA	3.72	34.94	16.26	10.50	8.09

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。