

光伏丝网印刷龙头厂商，订单饱满保障业绩增长

■太阳能电池丝网印刷设备龙头，绑定大客户扩张市场份额。公司主营产品为太阳能电池丝网印刷生产线成套设备，包括核心设备全自动太阳能电池丝网印刷机和自动上片机，红外线干燥炉等生产线配套设备。公司产品主要应用于光伏产业链的中游电池片生产环节，对光伏下游应用端产品性能、成本起到关键作用。公司通过部分太阳能光伏龙头企业辐射整个市场，目前主要客户包括天合光能、晶科能源、阿特斯、隆基等主流光伏企业。据中国光伏协会统计，自2016年以来公司在国内太阳能电池丝网印刷设备增量市场份额跃居首位。

■下游降本增效印刷设备需求旺盛，政策波动光伏行业趋于集中。丝网印刷作为太阳能电池片生产关键工序，主要影响电池片的产量、碎片率和转换效率等指标，随着光伏行业竞争加剧，终端应用厂商对高精度丝网印刷设备需求旺盛。近年来，光伏发电产业在我国发展迅速，据国家能源局数据，2018年我国光伏新增装机44GW，超出531新政推出时市场悲观预期。531新政推出以来，短期较大影响了我国光伏产业装机量，各环节产品价格均出现下调，光伏产业面临较大降本增效压力，未来行业集中度将有所上升，经营规模、技术水平落后的企业将会面临淘汰，公司作为龙头厂商有望继续扩大优势。

■经营稳健在手订单饱满，募投落地驱动业绩增长。公司2018年前三季度实现收入3.57亿元，同比增长58.26%；实现归母净利润1.41亿元，同比增长31.26%。据公司公告，截止今年上半年公司在手订单21.93亿元，保障未来业绩稳定增长。公司本次募集资金主要用于年产双头双轨、单头单轨太阳能电池丝网印刷线各50条项目建设，项目建设将进一步提升公司效率规模以及竞争优势。

■投资建议：公司作为国内光伏电池丝网印刷设备龙头，绑定优质客户扩张市场份额，随着政策波动光伏行业趋于集中，设备龙头有望率先受益。我们预计公司2018年-2020年的净利润分别为1.76、3.01、3.80亿元，对应EPS分别为3.39、5.79和7.31元。首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为162.12元。

■风险提示：行业竞争加剧，光伏产业政策波动。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	345.3	475.9	748.1	1,237.4	1,509.7
净利润	107.0	130.9	176.2	301.0	380.3
每股收益(元)	2.06	2.52	3.39	5.79	7.31
每股净资产(元)	3.94	5.97	9.61	15.40	22.71

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	76.8	62.8	46.7	27.3	21.6
市净率(倍)	40.2	26.5	16.4	10.3	7.0
净利润率	31.0%	27.5%	23.6%	24.3%	25.2%
净资产收益率	52.3%	42.2%	35.3%	37.6%	32.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	128.2%	183.6%	80.5%	93.0%	88.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

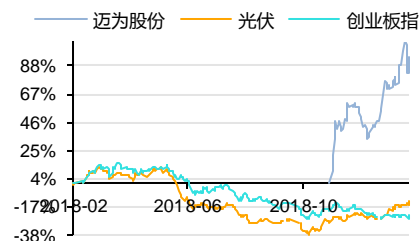
首次评级

6个月目标价：**162.12元**
股价(2019-02-01) **158.08元**

交易数据

总市值(百万元)	8,220.16
流通市值(百万元)	2,055.04
总股本(百万股)	52.00
流通股本(百万股)	13.00
12个月价格区间	81.62/167.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.79	3.9	18.21
绝对收益	25.77		

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001
lizhe3@essence.com.cn

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	345.3	475.9	748.1	1,237.4	1,509.7	成长性					
减:营业成本	164.3	243.5	430.2	699.1	831.2	营业收入增长率	232.5%	37.8%	57.2%	65.4%	22.0%
营业税费	5.1	2.9	7.6	12.8	13.4	营业利润增长率	315.5%	48.6%	48.3%	72.8%	28.3%
销售费用	29.7	33.2	45.2	75.5	96.2	净利润增长率	366.8%	22.3%	34.6%	70.8%	26.4%
管理费用	28.4	27.0	38.2	65.6	80.9	EBITDA 增长率	247.4%	52.5%	30.6%	70.2%	27.3%
财务费用	-3.7	19.0	-0.1	-4.4	-9.0	EBIT 增长率	250.9%	52.7%	31.1%	70.9%	27.4%
资产减值损失	6.3	-0.9	4.0	3.1	2.1	NOPLAT 增长率	268.3%	76.8%	17.0%	70.9%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.4%	166.8%	47.9%	33.4%	-5.5%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	182.0%	51.2%	60.9%	60.1%	47.4%
营业利润	101.3	150.5	223.1	385.6	494.8	利润率					
加:营业外净收支	27.8	3.2	11.1	14.0	9.4	毛利率	52.4%	48.8%	42.5%	43.5%	44.9%
利润总额	129.0	153.7	234.2	399.6	504.3	营业利润率	29.3%	31.6%	29.8%	31.2%	32.8%
减:所得税	22.0	24.0	58.5	99.9	126.1	净利润率	31.0%	27.5%	23.6%	24.3%	25.2%
净利润	107.0	130.9	176.2	301.0	380.3	EBITDA/营业收入	32.8%	36.3%	30.1%	31.0%	32.3%
						EBIT/营业收入	32.3%	35.7%	29.8%	30.8%	32.2%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	9	10	6	3	2
货币资金	164.0	183.2	184.1	381.4	782.3	流动营业资本周转天数	60	88	106	94	88
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	392	626	469	480	549
应收账款	86.6	71.0	136.8	344.4	200.7	应收账款周转天数	70	60	50	70	65
应收票据	24.0	148.7	52.0	194.3	158.3	存货周转天数	183	327	250	275	287
预付账款	3.6	13.0	7.3	27.3	18.3	总资产周转天数	420	660	494	495	561
存货	286.5	578.9	461.8	1,428.2	975.5	投资资本周转天数	74	108	124	104	95
其他流动资产	23.6	72.1	39.3	45.0	52.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	52.3%	42.2%	35.3%	37.6%	32.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.2%	11.6%	18.8%	12.1%	16.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	128.2%	183.6%	80.5%	93.0%	88.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	12.2	13.9	12.0	10.1	8.3	销售费用率	8.6%	7.0%	6.0%	6.1%	6.4%
在建工程	0.7	18.9	18.9	18.9	18.9	管理费用率	8.2%	5.7%	5.1%	5.3%	5.4%
无形资产	15.0	15.1	14.6	14.1	13.5	财务费用率	-1.1%	4.0%	0.0%	-0.4%	-0.6%
其他非流动资产	7.8	6.9	6.9	6.6	6.4	三费/营业收入	15.8%	16.7%	11.1%	11.0%	11.1%
资产总额	624.0	1,121.5	933.6	2,470.3	2,234.4	偿债能力					
短期债务	44.8	88.0	-	-	-	资产负债率	67.2%	72.4%	46.6%	67.7%	47.3%
应付账款	72.8	182.6	228.1	409.3	398.4	负债权益比	204.5%	261.9%	87.2%	209.4%	89.9%
应付票据	23.0	75.2	2.7	166.1	62.7	流动比率	1.44	1.33	2.06	1.46	2.09
其他流动负债	268.0	453.8	196.0	1,086.3	586.5	速动比率	0.74	0.61	0.98	0.60	1.16
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-29.72	8.95	-2,673.1	-87.49	-54.19
其他非流动负债	10.5	12.0	8.3	10.2	10.2	分红指标					
负债总额	419.1	811.6	435.0	1,672.0	1,057.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	0.3	-0.6	-1.1	-2.3	-4.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	39.0	39.0	52.0	52.0	52.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	165.6	271.5	447.7	748.7	1,129.0						
股东权益	204.9	309.9	498.6	798.4	1,176.6						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	2.06	2.52	3.39	5.79	7.31
现金流量表						BVPS(元)	3.94	5.97	9.61	15.40	22.71
净利润	107.0	129.7	176.2	301.0	380.3	PE(X)	76.8	62.8	46.7	27.3	21.6
加:折旧和摊销	1.9	3.0	2.4	2.4	2.4	PB(X)	40.2	26.5	16.4	10.3	7.0
资产减值准备	6.3	-0.9	-	-	-	P/FCF	67.3	186.4	-717.0	41.5	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	23.8	17.3	11.0	6.6	5.4
财务费用	-4.0	21.5	-0.1	-4.4	-9.0	EV/EBITDA	-	-	35.6	20.4	15.2
投资损失	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	CAGR(%)	41.0%	42.9%	97.1%	41.0%	42.9%
少数股东损益	0.0	-1.2	-0.5	-1.2	-2.1	PEG	1.9	1.5	0.5	0.7	0.5
营运资金的变动	6.2	-183.4	-102.1	-104.9	20.3	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	97.5	27.5	75.9	192.9	391.9	REP					
投资活动产生现金流量	0.7	-15.0	0.0	0.0	0.0						
融资活动产生现金流量	43.3	14.5	-74.9	4.4	9.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李哲、王书伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034