

电力设备及新能源

业绩快速增长, 新技术布局持续提升竞争力

2020 年 10 月 28 日

——捷佳伟创 (300724.SZ) 2020 年三季报点评

公司评级: 增持 (维持)

分析师: 赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599

Zhaoxc@csc.com.cn

核心观点:

- 1) **业绩持续快速增长。**2020 年前三季度, 公司实现营业收入及归母净利润分别为 30.84 亿元及 4.51 亿元, 同比增速分别为 70.9%及 32.2%; 其中第三季度业绩持续快速增长, 营收及归母净利润分别为 11.91 亿元及 2.01 亿元, 同比增速分别达 103.4%及 82.5%。
- 2) **经营现金流较好, 盈利能力环比提升, 合同负债提升预示订单饱满业绩可期。**前三季度公司经营现金净流量达 5.75 亿元, 同比转正, 回款情况较好。前三季度毛利率为 27.04%, 同比下降了 6.64pcts, 主要是让利客户及会计政策变化致使部分销售费用转成本所致; 但第三季度毛利率 26.02%环比提升 0.35pcts, 净利率 16.57%环比提升 4.96pcts, 盈利能力企稳回升。三季末合同负债达 32.95 亿元, 环比增加了 6.88 亿元, 显示订单饱满, 营收规模持续增长可期。
- 3) **布局新技术将持续提升竞争力。**公司 9 月份公布定增方案, 拟募集不超过 25 亿元用于超高效太阳能电池装备产业项目及半导体装备研发项目。项目将释放公司 PERC+电池设备和 HJT 电池设备产能, 加快公司产品升级迭代, 进一步提升公司竞争力。
- 4) **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2020/2021/2022 年的 EPS 分别为 1.88/2.45/3.26 元, 对应动态 PE 分别为 55.9/42.9/32.2 倍。疫情背景下公司业绩保持持续增长, 公司作为光伏电池片设备龙头, 技术产品优势明显, 通过积极布局新一代技术路线, 竞争优势稳固, 将持续受益光伏平价上网带来的行业长期发展, 维持“增持”评级。
- 5) **风险提示:**产业政策及行业波动风险; 下游客户经营风险; 盈利能力下滑风险; 新技术产品拓展风险等。

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师的相关报告:

1. 捷佳伟创深度研究报告: 电池片设备龙头, 持续受益光伏产业发展 20200703
2. 捷佳伟创 2020 年中报点评: 二季度快速增长, 持续投入研发提升竞争力 20200827

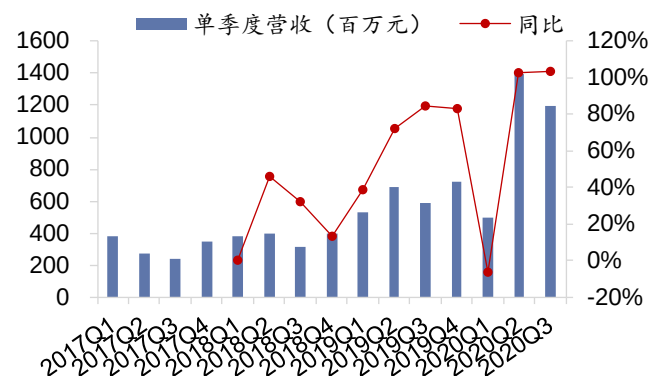
捷佳伟创 (300724.SZ) 与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值 (亿元)	336.96
流通市值 (亿元)	178.33
总股本 (亿股)	3.21
流通股本 (亿股)	1.70
日均成交额 (百万)	253.07
近一个月换手 (%)	31.99
第一大股东	余仲
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

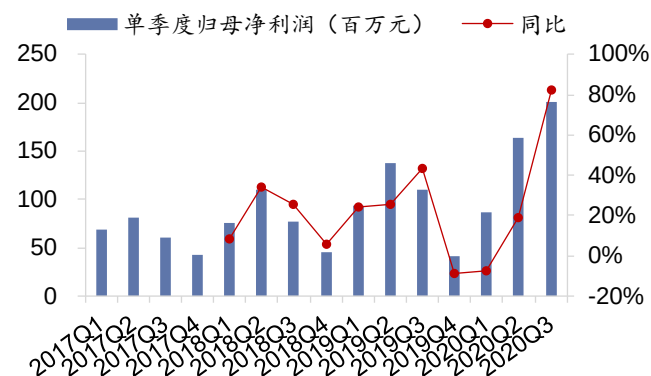
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3797.93	4990.73	6349.87	3797.93
收入同比	50.28%	31.41%	27.23%	50.28%
净利润 (百万元)	602.88	785.53	1045.60	602.88
净利润同比	82.49%	30.30%	33.11%	82.49%
毛利率	32.06%	29.50%	30.21%	30.97%
净利率	14.82%	15.87%	15.74%	16.47%
EPS (元)	1.19	1.88	2.45	3.26
PE (倍)	88.2	55.9	42.9	32.2

Figure 1 公司营业收入及增速（单季度）



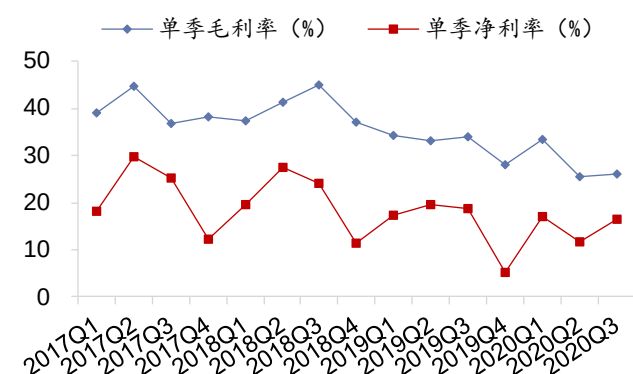
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速（单季度）



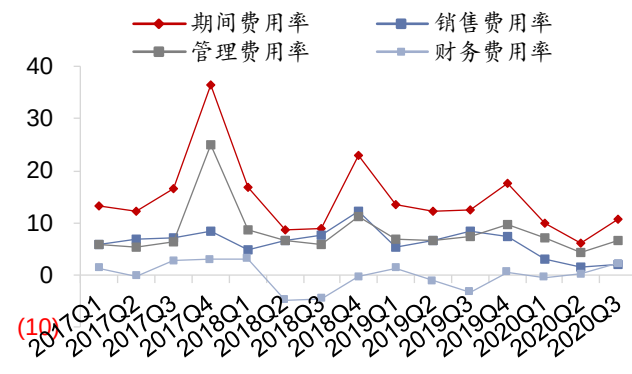
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况（%）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况（%）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1、关键假设

(1) 收入增长假设

2020 年，在未建成的 2019 年竞价项目、特高压项目，加上新增竞价项目、平价项目等拉动下，虽然有疫情的短期影响，但预计国内光伏市场总体将呈恢复性增长，装机量有望达 40GW 以上，比 2019 年增长 30%以上。同时，随着光伏发电经济性持续提升、平价上网临近，主要光伏企业在前期行业有所波动情况下，开始纷纷扩产，对行业前景持乐观态度，未来两年仍将是 PERC 电池产能建设高峰期，同时 TOPCon 及 HJT 等新一代电池技术也正逐步开始渗透。公司作为不断拓展新技术产品的电池片设备龙头，在持续受益 PERC 产能建设的同时，也在新电池技术的发展中占据了先机。我们测算公司 2020/2021/2022 年营业总收入同比增速分别为 50.3%/31.4%/27.2%。

分业务看，随着公司管式二合一 PECVD 在 SE+双面领域的应用以及在 TOPCon 领域的拓展，半导体沉积掺杂设备业务仍将保持较高增长，预计在 2020/2021/2022 年实现收入同比增速分别为 60%/35%/30%。同时，公司整线供应能力较强，我们假设 2020/2021/2022 年，公司湿法工艺设备业务实现收入同比增速分别为 40%/25%/20%；自动化设备业务实现收入同比增速分别为 20%/20%/20%，配件及其他业务实现收入同比增速分别为 10%/10%/10%。

(2) 毛利率假设

公司产品毛利率主要受光伏行业景气度、竞争情况、产品技术附加值等因素影响。由于竞争、产品结构等原因，公司 2019 年毛利率有一定下滑，考虑到公司新产品不断应用，我们预测公司 2020/2021/2022 年综合毛利率稳中趋升，分别为 29.5%/30.2%/31%。

(3) 费用假设

公司在收入持续增长过程中，研发支出以及新产品推广等费用也持续增长，2020 年疫情原因销售费用等下降，三费率约 10.5%左右，2021/2022 年三费率（含研发）保持在约 12.5%的水平。

Figure 6 公司营业收入及毛利率预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）								
半导体掺杂沉积光伏设备	160	409	721	838	1723	2758	3723	4840
同比		156.3%	76.1%	16.2%	105.7%	60.0%	35.0%	30.0%
湿法工艺光伏设备	95	232	330	383	426	597	746	895
同比		143.4%	41.9%	16.2%	11.2%	40.0%	25.0%	20.0%
自动化设备	52	128	162	184	284	341	409	491
同比		145.5%	26.5%	14.0%	54.0%	20.0%	20.0%	20.0%
配件及其他	42	62	30	87	93	103	113	124
同比		44.9%	-50.9%	189.3%	6.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计收入	350	831	1243	1493	2527	3798	4991	6350
同比		137.7%	49.5%	20.1%	69.3%	50.3%	31.4%	27.2%
毛利率								
半导体掺杂沉积光伏设备	32.0%	37.7%	38.8%	38.4%	28.3%	27.0%	28.0%	29.0%
湿法工艺光伏设备	31.6%	37.1%	40.9%	39.4%	41.7%	37.0%	38.0%	39.0%
自动化设备	38.8%	37.0%	39.1%	42.3%	36.2%	34.0%	34.0%	34.0%
配件及其他	12.2%	9.1%	48.4%	54.2%	43.8%	38.0%	38.0%	38.0%
主营毛利率	30.5%	35.3%	39.6%	40.1%	32.1%	29.5%	30.2%	31.0%

资料来源：wind、世纪证券研究所

2、盈利预测与投资评级

根据假设条件,我们预测公司 2020/2021/2022 年实现的营业收入分别为 38.0 亿元、49.9 亿元和 63.5 亿元;实现的归属母公司净利润分别为 6.0 亿元、7.9 亿元和 10.5 亿元,实现的 EPS 分别为 1.88 元、2.45 元及 3.26 元。根据我们的盈利预测,公司 2020-2022 年市盈率分别为 55.9/42.9/32.2 倍。疫情背景下公司业绩持续增长,公司作为光伏电池片设备龙头,技术产品优势明显,通过积极布局新一代技术路线,竞争优势稳固,将持续受益光伏平价上网带来的行业长期发展,维持“增持”评级。

二、风险提示

1、产业政策及行业波动风险

未来光伏发电市场的国内外政策发生不利变化,行业景气程度下降或新增产能过剩,可能会影响下游客户对公司设备的需求,进而对公司的新签订单及

经营业绩产生不利影响。同时，受新型冠状病毒肺炎的疫情蔓延的影响，全球新增装机容量可能出现下滑，行业竞争也日趋激烈，公司在手订单执行、验收将存在延期或不及预期的风险，公司新签订单也存在大幅下滑的风险，进而对公司生产经营业务产生不利影响。

2、下游客户经营波动引发的风险

公司销售的产品与整线转换效率、生产效率、良品率等密切相关，因而验收周期较长。若下游客户经营不善等原因，有可能导致部分客户取消订单、延迟出货、推迟或拒绝对设备进行验收，这都将对公司的订单履行和经营业绩产生不利影响。此外，公司采用“预收款—发贷款—验收款—质保金”的销售结算模式，下游客户经营不善亦有可能推迟贷款的支付，使得公司无法按期收回货款，进而可能面临一定的坏账损失的风险。

3、盈利能力下滑风险

2019 年公司主营业务毛利率较上年下降约 8pcts，市场竞争加剧、政策环境变化、设备的技术水平等因素都影响到公司产品销售价格，进而影响公司的毛利率，未来若市场竞争进一步加剧，公司不能持续提升技术创新能力并保持一定领先优势，公司设备毛利率将存在下滑风险，进而影响公司经营业绩。

4、新技术产品拓展的风险

公司在向 TOPCon、HJT 等新技术路线拓展时，若新产品研发进度低于预期，或者产品性能质量达不到客户要求，未能被客户验证成功，则可能面临失去竞争优势，及市场份额下滑的风险。

。

附：财务预测摘要

报表预测					
利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1492.74	2527.16	3797.93	4990.73	6349.87
减：营业成本	894.52	1716.97	2677.66	3482.89	4383.17
营业税金及附加	10.78	14.35	22.79	29.94	38.10
营业费用	118.39	178.59	132.93	249.54	317.49
管理费用	46.09	72.73	265.86	374.30	476.24
财务费用	-22.42	-15.24	5.69	4.59	-8.39
资产减值损失	68.08	-34.65	0.00	30.00	30.00
加：投资收益	11.08	7.80	14.00	16.00	19.00
其他经营损益	-36.52	-174.41	110.00	100.00	100.00
营业利润	350.35	427.93	817.01	935.46	1232.26
加：其他非经营损益	0.82	1.02	-130.00	-40.00	-40.00
利润总额	351.17	428.96	687.01	895.46	1192.26
减：所得税	44.98	54.54	84.13	109.93	146.66
净利润	306.19	374.42	602.88	785.53	1045.60
减：少数股东损益	0.00	-7.50	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	306.19	381.91	602.88	785.53	1045.60
财务分析和估值指标汇总					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	40.07%	32.06%	29.50%	30.21%	30.97%
三费/销售收入	14.64%	14.19%	10.65%	12.59%	12.37%
EBIT/销售收入	20.90%	14.02%	18.24%	18.03%	18.64%
EBITDA/销售收入	21.21%	14.73%	19.15%	18.97%	19.46%
销售净利率	20.51%	14.82%	15.87%	15.74%	16.47%
资产获利率					
ROE	22.01%	16.01%	19.11%	19.93%	20.97%
ROA	10.01%	8.10%	9.51%	10.84%	11.55%
ROIC	35.40%	15.57%	31.91%	23.85%	27.92%
增长率					
销售收入增长率	20.11%	69.30%	50.28%	31.41%	27.23%
EBIT 增长率	14.26%	13.59%	95.49%	29.93%	31.53%
EBITDA 增长率	14.48%	17.59%	95.43%	30.15%	30.54%
净利润增长率	20.53%	24.73%	86.73%	30.30%	33.11%
总资产增长率	73.90%	32.66%	26.29%	14.01%	23.48%
股东权益增长率	138.58%	14.58%	23.62%	24.90%	26.53%
经营营运资本增长率	246.82%	-5.44%	63.01%	12.98%	17.72%
资本结构					
资产负债率	48.75%	57.50%	58.06%	53.76%	52.35%
投资资本/总资产	46.88%	37.02%	47.49%	46.31%	43.20%
债务/总负债	0.00%	0.00%	8.74%	0.00%	0.00%
流动比率	1.91	1.62	1.61	1.75	1.82
速动比率	0.51	0.57	0.62	0.62	0.74
资产管理效率					
总资产周转率	0.34	0.44	0.52	0.60	0.62
固定资产周转率	10.29	10.31	17.40	18.57	22.66
应收账款周转率	3.08	3.07	2.62	3.99	3.97
存货周转率	0.43	0.51	0.67	0.73	0.80

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。