

捷佳伟创 (300724.SZ)

多项战略合作落地, 继续聚焦高效电池之路

核心观点:

- **公司多项战略合作落地。**公司官方公众号公告了和润阳 30GW 单晶 PERC+和 5GW 高效 HJT 的战略合作协议, 同时公告了和爱康集团、泰兴高新区的重大战略合作, 共同推进 6GW 高效 HJT 电池的落地。
- **HJT 产品取得重要突破, 接连实现多个重要客户战略合作。**今年 5 月 30 日, 公司和爱康科技签署 2GW 异质结战略合作协议, 此次, 继续取得重要客户的战略合作, 表明公司在 HJT 领域的客户取得新进展。公司在高效 HJT 环节, 包括 RPD 和 PECVD 在内已具备电池设备整线交付能力。尤其是公司自主研发的 RPD 设备能够在常规 HJT 的基础上为高效 HJT 带来保守 0.6%以上的效率增益, 在不高于常规 HJT 运营成本的前提下, 成为高效及超高效 HJT 大规模产业化的技术制高点和降本关键。
- **致力于多个技术路线储备, 行成 23-24-25%转换效率的梯队化产品。**本次和润阳的合作, 是公司在 PERC+产品上取得的重要突破。至此, 公司行成了 23% (常规 PERC)、24% (PERC+)、25% (HJT) 转换效率的梯队化产品。当前光伏技术的进步呈现出多点开花, 稳健过渡的特征, 公司致力于多个技术路线的储备, 在稳健发展的基础上, 有望继续提升市场份额。
- **预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.85/3.04/4.25 元/股, 对应最新股价 PE 分别是 57x/35x/25x。**公司当前积极布局 PERC+/HJT 等先进电池工艺设备, 持续布局多个技术路线, 份额持续扩张, 享受龙头溢价。参考行业可比公司估值, 我们给予公司 21 年合理 PE 水平为 40x, 对应的合理价值水平为 121.55 元/股, 继续给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**竞争激烈导致毛利率下降; 下游对 TOPCon/HJT 投资低于预期; 大硅片设备订单不及预期; 企业 HJT 产品进度不及预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,493	2,527	3,680	5,667	8,331
增长率 (%)	20.1	69.3	45.6	54.0	47.0
EBITDA (百万元)	351	440	635	1,041	1,440
归母净利润 (百万元)	306	382	595	976	1,366
增长率 (%)	20.5	24.7	55.8	64.1	39.9
EPS (元/股)	0.96	1.19	1.85	3.04	4.25
市盈率 (P/E)	29.76	31.75	57.07	34.79	24.87
ROE (%)	13.7	15.0	18.9	23.6	24.8
EV/EBITDA	24.40	25.45	52.48	31.90	22.95

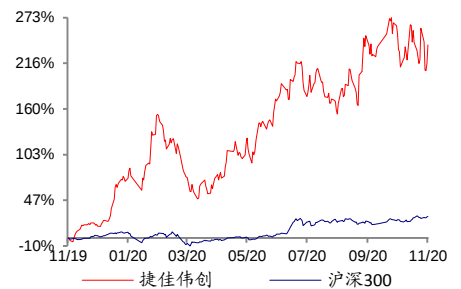
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	105.71 元
合理价值	121.55 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-22

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

相关研究:

捷佳伟创 (300724.SZ): 业绩	2020-10-28
保持高增长, 新业务新产品值得期待	
捷佳伟创 (300724.SZ): 加码	2020-09-30
高效电池布局, 向半导体设备进军	
捷佳伟创 (300724.SZ): 收入	2020-08-27
高增长, 异质结设备积极推进	

表1: 捷佳伟创可比公司估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (x)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
先导智能	300450	光伏、锂电设备	574.4	766.0	1,027.0	1,499.0	75.0	55.9	38.3
迈为股份	300751	丝网印刷设备	261.6	247.5	409.0	556.0	105.7	64.0	47.1
晶盛机电	300316	拉晶设备	372.5	636.0	891.0	1,175.0	58.6	41.8	31.7
帝尔激光	300776	光伏激光设备	146.3	305.2	399.5	539.0	47.9	36.6	27.2
PE 平均水平							69.9	47.6	35.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 先导智能、迈为股份、晶盛机电盈利预测数据来自于广发证券, 帝尔激光的盈利数据来自于 wind 一致预期, 市值和估值数据更新至最新的交易日。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,106	5,553	7,564	10,980	15,782	经营活动现金流	-60	-254	-18	361	379
货币资金	550	929	628	748	901	净利润	306	374	595	976	1,366
应收及预付	564	911	1,388	2,130	3,132	折旧摊销	5	18	20	22	24
存货	2,087	3,342	5,163	7,688	11,300	营运资金变动	-409	-704	-657	-657	-1,024
其他流动资产	905	372	386	413	450	其它	38	58	24	20	14
非流动资产	338	458	732	968	1,196	投资活动现金流	-864	632	-282	-238	-224
长期股权投资	130	129	129	129	129	资本支出	-41	-118	-289	-249	-240
固定资产	145	245	430	615	802	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	17	1	91	141	182	其他	-824	750	7	11	17
无形资产	17	29	29	29	29	筹资活动现金流	988	-333	-1	-3	-3
其他长期资产	29	54	54	54	54	银行借款	0	16	0	0	0
资产总计	4,444	6,011	8,296	11,948	16,978	股权融资	1,064	11	1	0	0
流动负债	2,201	3,424	5,109	7,777	11,432	其他	-77	-360	-2	-3	-3
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	76	48	-301	120	153
应付及预收	2,107	3,260	4,868	7,417	10,903	期初现金余额	378	454	929	628	748
其他流动负债	95	163	241	360	529	期末现金余额	454	501	628	748	901
非流动负债	15	31	31	31	31						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	15	31	31	31	31						
负债合计	2,217	3,455	5,140	7,808	11,463						
股本	320	320	321	321	321						
资本公积	1,144	1,145	1,145	1,145	1,145						
留存收益	763	1,087	1,687	2,670	4,045						
归属母公司股东权益	2,227	2,552	3,153	4,136	5,511						
少数股东权益	0	3	3	3	3						
负债和股东权益	4,444	6,011	8,296	11,948	16,978						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,493	2,527	3,680	5,667	8,331	成长能力					
营业成本	895	1,717	2,546	3,792	5,573	营业收入增长	20.1%	69.3%	45.6%	54.0%	47.0%
营业税金及附加	11	14	22	34	50	营业利润增长	19.6%	22.1%	63.3%	64.2%	39.9%
销售费用	118	179	221	340	541	归母净利润增长	20.5%	24.7%	55.8%	64.1%	39.9%
管理费用	46	73	92	170	250	获利能力					
研发费用	77	123	184	312	500	毛利率	40.1%	32.1%	30.8%	33.1%	33.1%
财务费用	-22	-15	-33	-33	-35	净利率	20.5%	14.8%	16.2%	17.2%	16.4%
资产减值损失	68	-35	-30	-29	-29	ROE	13.7%	15.0%	18.9%	23.6%	24.8%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	13.6%	14.4%	16.6%	20.9%	21.8%
投资净收益	11	8	7	11	17	偿债能力					
营业利润	350	428	699	1,147	1,605	资产负债率	49.9%	57.5%	62.0%	65.4%	67.5%
营业外收支	1	1	1	1	1	净负债比率	99.5%	135.2%	162.8%	188.6%	207.9%
利润总额	351	429	700	1,148	1,606	流动比率	1.86	1.62	1.48	1.41	1.38
所得税	45	55	105	172	241	速动比率	0.88	0.62	0.45	0.40	0.37
净利润	306	374	595	976	1,366	营运能力					
少数股东损益	0	-7	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.42	0.44	0.47	0.49
归属母公司净利润	306	382	595	976	1,366	应收账款周转率	4.99	6.50	6.08	6.08	6.08
EBITDA	351	440	635	1,041	1,440	存货周转率	0.72	0.76	0.71	0.74	0.74
EPS (元)	0.96	1.19	1.85	3.04	4.25	每股指标 (元)					
						每股收益	0.96	1.19	1.85	3.04	4.25
						每股经营现金流	-0.19	-0.79	-0.06	1.12	1.18
						每股净资产	6.96	7.98	9.82	12.88	17.16
						估值比率					
						P/E	29.76	31.75	57.07	34.79	24.87
						P/B	4.09	4.75	10.77	8.21	6.16
						EV/EBITDA	24.40	25.45	52.48	31.90	22.95

广发机械行业研究小组

代 川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

周 静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

孙 柏 阳：高级分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。