

捷佳伟创 (300724.SZ)

收入高增长，异质结设备积极推进

核心观点：

- 公司发布 2020 年中报。20H1 实现营业收入 18.93 亿元，同比增长 55.35%，归母净利润 2.49 亿元，同比增长 8.11%。分季度来看，20Q2 单季度收入 13.99 亿元，增长 103%；归母净利润 1.63 亿元，同比增长 18.78%。上半年毛利率 27.68%，同比下降 5.89 pct，费用率显著收缩，主要在于疫情导致销售费用的下降；经营性净现金流 2.03 亿元，大幅增长 152%，主要系付款方式改善以及出口退税增加。公司对应收账款计提坏账损失 1.05 亿元。截止 20H1，公司存货 31.4 亿元，50% 以上以发出商品形式存在，预收款同比增长 49%，表明当前公司订单饱满，为未来的业绩增长提供保障。同时，公司已完成员工持股计划的股票购买，共计 68 万股，成交均价 74.61 元/股，锁定期 12 个月。
- **PERC+和 HJT 等新电池技术路线推动新一轮产能扩张。**2020 年行业变革主要体现在三个维度：（1）大硅片趋势持续推动降本之路；（2）PERC+工艺继续深化，对效率的极致挖掘仍有潜力；（3）HJT 电池引领新的方向投资，2020 年是拐点之年。公司同时布局 PERC+和 HJT 生产设备，目前公司 TOPCon 核心 LPCVD 设备已经可以投产，HJT 核心 TCO 制膜设备、湿法设备测试完成，PECVD 设备正在研发过程中。新型工艺带来的设备需求有望为公司业绩提供新动能。
- **预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.81/2.65/3.55 元/股**，对应最新股价 PE 分别是 47x/32x/24x。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 35x，对应的合理价值水平为 92.72 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 产品进度和品质不及预期。

盈利预测：

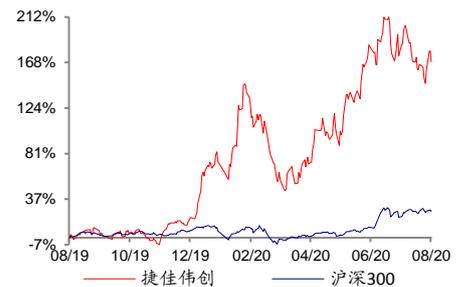
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,493	2,527	3,648	5,165	6,241
增长率 (%)	20.1	69.3	44.4	41.6	20.8
EBITDA (百万元)	351	440	609	888	1,202
归母净利润 (百万元)	306	382	581	851	1,139
增长率 (%)	20.5	24.7	52.1	46.5	33.9
EPS (元/股)	0.96	1.19	1.81	2.65	3.55
市盈率 (P/E)	29.76	31.75	47.35	32.33	24.16
ROE (%)	13.7	15.0	18.5	21.3	22.1
EV/EBITDA	24.40	25.45	43.78	29.74	21.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	85.65 元
合理价值	92.72 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-60750636



sunboyang@gf.com.cn

请注意，罗立波、孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 捷佳伟创 (300724.SZ) :收入 2020-04-27
大幅增长，订单饱满蓄势待发
- 捷佳伟创 (300724.SZ) :变革 2020-01-05
之年，“捷”足已先登
- 捷佳伟创 (300724.SZ) :全方 2019-12-02
位股权激励落地，对未来充满信心

请务必阅读末页的免责声明

目前公司电池片设备领域主要分为四大类：半导体沉积掺杂设备，自动化设备，湿法工艺光伏设备，配件及其他。我们对各分类设备的盈利预测如下：

半导体沉积掺杂设备。公司该项业务包括PECVD设备、ALD设备等，是光伏电池片设备中价值占比最高的业务。2020-2022年随着PERC电池和其他高效率电池持续占领市场，这方面设备将继续迎来旺盛需求。最近几年公司市场份额持续提升，同时，从2019年以后，公司的二合一PECVD设备开始进入市场，并且逐渐成为行业的风向标，我们预计该项业务20-22年收入增速分别为51%、42%、21%；受531政策影响，20年利润率水平有所降低，后期随着行业政策平稳化，预计毛利率有所修复，我们预计该业务20-22年毛利率分别为30%、32%、33%。

自动化设备。自动化设备是公司未来几年增长的重要方向之一，随着下游客户对自动化程度的要求提升，对自动化设备的采购加大，自动化设备占总设备的比例约为15%，20-22年公司在自动化领域的收入预计分别为522.68、741.23、896.81百万元。受531政策影响，今年盈利水平预计受到冲击，后期随着行业政策平稳化，预计利润率有所修复，我们预计该业务20-22年毛利率分别为34%、35%、35%。

湿法工艺设备。公司的湿法设备主要包括刻蚀、清洗设备等，在HJT时代，湿法设备也是四大重要设备之一，但是相对于PERC时代其占比在下降，因此，2020-2022年湿法工艺设备的增速不及掺杂沉积类设备。我们预计公司20-22年湿法设备收入分别为847.63、1221.09、1484.91百万元。毛利率水平保持稳定，湿法设备相对于PERC时代的迭代难度较低一些，毛利率低于掺杂沉积类设备。

按照上述假设，对公司整体业务进行预测，结果如下表所示：

表1：捷佳伟创业务预测表格（单位：百万元）

报告期	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	831.23	1,242.79	1,492.70	2,406.76	3,648.30	5,164.63	6,240.65
YoY	137.67%	49.51%	20.11%	61.24%	51.59%	41.56%	20.83%
营业成本（百万元）	537.60	750.51	894.52	1,639.94	2,437.89	3,373.03	4,040.34
毛利	293.63	492.28	598.18	766.82	1210.41	1791.60	2200.31
毛利率	35.3%	39.6%	40.1%	31.9%	33.2%	34.7%	35.3%
1. 半导体沉积掺杂设备							
收入（百万元）			837.690	1384.14	2090.71	2964.92	3587.25
YoY（%）			16.18%	65.23%	51.05%	41.81%	20.99%
成本			515.72	996.58	1463.50	2016.14	2403.46
毛利			321.97	387.56	627.21	948.77	1183.79
毛利率（%）			38.44%	28.00%	30.00%	32.00%	33.00%
2. 自动化设备							
收入	127.96	161.84	236.46	346.03	522.68	741.23	896.81
YoY（%）	145.51%	26.48%	46.11%	46.34%	51.05%	41.81%	20.99%
成本	80.68	98.62	144.24	214.54	344.97	481.80	582.93
毛利	47.28	63.23	92.22	131.49	177.71	259.43	313.88
毛利率（%）	36.95%	39.07%	39.00%	38.00%	34.00%	35.00%	35.00%
3. 湿法工艺光伏设备							
收入			383.26	571.72	847.63	1221.09	1484.91

YoY (%)		52.29%	47.63%	35.14%	-48.13%
成本	232.34	365.90	517.05	732.65	890.95
毛利	150.92	205.82	330.57	488.44	593.97
毛利率(%)	39.38%	36.00%	39.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

同行业估值比较：目前上市公司中与公司类似业务的公司有先导智能、迈为股份、晶盛机电、金辰股份等，根据各公司2020-2021年wind一致盈利预测，同行业可比公司PE估值水平分别是36x/28x。捷佳伟创2020-2021年的PE估值水平分别为47/32x，考虑到当前光伏设备板块整体估值水平，同时公司所在工艺段是电池片制造最核心的环节，我们认为公司的估值水平有望随着业绩释放逐渐消化。

投资建议：预计公司20-22年EPS分别为1.81/2.65/3.55元/股，对应最新股价PE分别是47x/32x/24x。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35x，对应的合理价值水平为92.72元/股，继续给予公司“买入”评级。

表2：捷佳伟创同行业估值比较（市值统计截止日期2020年8月26日收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（百万元）			PE估值（x）		
			（亿元）	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
先导智能	300450	光伏、锂电设备	396.0	766.0	1,027.0	1,334.0	51.7	38.6	29.7
迈为股份	300751	丝网印刷设备	182.0	248.0	409.0	556.0	73.4	44.5	32.7
晶盛机电	300316	拉晶设备	310.0	637.0	1,002.0	1,262.0	48.7	30.9	24.6
帝尔激光	300776	光伏激光设备	128.0	305.2	402.5	515.0	41.9	31.8	24.9
平均水平							53.9	36.4	28.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：先导智能、迈为股份和晶盛机电盈利预测数据来自于广发证券，帝尔激光盈利预测来自于wind一致预期

风险提示：竞争激烈导致毛利率下降；大硅片相关设备订单不及预期；下游对TOPCon/HJT投资低于预期；企业HJT产品进度和品质不及预期。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,106	5,553	7,544	10,276	12,722
货币资金	550	929	845	1,094	1,770
应收及预付	564	911	1,371	1,937	2,339
存货	2,087	3,342	4,943	6,838	8,191
其他流动资产	905	372	386	406	421
非流动资产	338	458	634	786	929
长期股权投资	130	129	129	129	129
固定资产	145	245	331	434	535
在建工程	17	1	91	141	182
无形资产	17	29	29	29	29
其他长期资产	29	54	54	54	54
资产总计	4,444	6,011	8,178	11,062	13,651
流动负债	2,201	3,424	5,004	7,030	8,471
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,107	3,260	4,773	6,709	8,085
其他流动负债	95	163	232	321	386
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	5,036	7,062	8,502
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	1,673	2,531	3,679
归属母公司股东权益	2,227	2,552	3,139	3,997	5,145
少数股东权益	0	3	3	3	3
负债和股东权益	4,444	6,011	8,178	11,062	13,651

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,493	2,527	3,648	5,165	6,241
营业成本	895	1,717	2,438	3,373	4,040
营业税金及附加	11	14	22	31	37
销售费用	118	179	261	387	468
管理费用	46	73	109	181	187
研发费用	77	123	219	310	312
财务费用	-22	-15	-33	-33	-35
资产减值损失	-68	-35	-30	-29	-29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	8	7	10	12
营业利润	350	428	683	1,000	1,339
营业外收支	1	1	1	1	1
利润总额	351	429	684	1,001	1,340
所得税	45	55	103	150	201
净利润	306	374	581	851	1,139
少数股东损益	0	-7	0	0	0
归属母公司净利润	306	382	581	851	1,139
EBITDA	351	440	609	888	1,202
EPS (元)	0.96	1.19	1.81	2.65	3.55

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-60	-254	90	391	805
净利润	306	374	581	851	1,139
折旧摊销	5	18	10	6	6
营运资金变动	-409	-704	-524	-487	-359
其它	38	58	24	21	18
投资活动现金流	-864	632	-173	-139	-125
资本支出	-41	-118	-181	-149	-138
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-824	750	7	10	12
筹资活动现金流	988	-333	-1	-3	-3
银行借款	0	16	0	0	0
股权融资	1,064	11	1	0	0
其他	-77	-360	-2	-3	-3
现金净增加额	76	48	-84	249	676
期初现金余额	378	454	929	845	1,094
期末现金余额	454	501	845	1,094	1,770

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	20.1%	69.3%	44.4%	41.6%	20.8%
营业利润增长	19.6%	22.1%	59.5%	46.5%	33.9%
归母净利润增长	20.5%	24.7%	52.1%	46.5%	33.9%
获利能力					
毛利率	40.1%	32.1%	33.2%	34.7%	35.3%
净利率	20.5%	14.8%	15.9%	16.5%	18.3%
ROE	13.7%	15.0%	18.5%	21.3%	22.1%
ROIC	13.6%	14.4%	16.2%	18.8%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	57.5%	61.6%	63.8%	62.3%
净负债比率	99.5%	135.2%	160.3%	176.5%	165.1%
流动比率	1.86	1.62	1.51	1.46	1.50
速动比率	0.88	0.62	0.50	0.46	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.42	0.45	0.47	0.46
应收账款周转率	4.99	6.50	6.08	6.08	6.08
存货周转率	0.72	0.76	0.74	0.76	0.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.96	1.19	1.81	2.65	3.55
每股经营现金流	-0.19	-0.79	0.28	1.22	2.50
每股净资产	6.96	7.98	9.77	12.44	16.02
估值比率					
P/E	29.76	31.75	47.35	32.33	24.16
P/B	4.09	4.75	8.76	6.88	5.35
EV/EBITDA	24.40	25.45	43.78	29.74	21.42

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
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。
王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，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：高级研究员，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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 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。