

## 销售稳步提升，下一代技术渐趋渐进

买入|维持

### ——捷佳伟创三季度业绩预告

#### 事件:

10月14日公司发布三季度业绩预告,预计2019年前三季度盈利3.34亿元-3.57亿元,同比上年同期增长28.0%-36.5%;2019年第三季度盈利1.04亿元-1.26亿元,同比增长35.32%-64.24%。

#### ● 业绩符合预期,销售稳步提升

报告期内,公司整体销售稳步提升,使得本期销售收入及营业利润持续增长。公司是全球技术领先的光伏电池设备龙头供应商,是全球范围内较少具备提供完整产线能力的企业。且公司在光伏电池片设备的整体市占率超过50%,其中在制绒、刻蚀抛光、扩散环节市占率分别达70%、70%和40%。而2019年以来光伏行业处于回暖态势,公司业务发展将显著受益于行业的景气度向上。

#### ● 平价上网催动技术升级,PERC电池方兴未艾

光伏行业发展的初衷在于平价上网,公司作为光伏上游设备提供商承担着通过技术路线升级来提高光伏产品光电转换效率的使命,同时设备的更新迭代也使得公司能获得充足的订单。公司目前预收账款和存货较高,显示在手订单丰富,预计可满足公司至少未来两年的营运发展。而在目前PERC技术对常规产线的全面改造和新建中,公司作为国内PECVD设备的主要提供商,将显著受益于PERC技术的应用。

#### ● HIT技术渐趋渐进,设备国产化后潜力巨大

目前行业中PERC产线正大幅扩产,导致PERC电池片超额利润正在减少,HIT技术正成为下一代升级的方向。HIT技术的优点在于转换效率高、工艺步骤少,未来在设备国产化后将具有巨大潜力。公司已具备提供HIT技术核心设备的技术能力,预计公司将作为国内发展HIT设备的第一梯队,引领行业前行。同时,由于光伏行业是半导体的降维应用,且技术进步都是两者发展的内在驱动力,未来光伏设备格局有望同样维持稳固。公司作为光伏电池片设备龙头厂商,未来产业链地位有望将逐步提高至屹立不倒。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计公司2019-2021年将实现营业收入20.83/25.85/30.91亿元,实现归母净利润4.05/5.61/7.15亿元,对应的PE分别为26/19/15。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

光伏行业发展不及预期,HIT技术国产化不及预期,新技术路线发生重大变化。

#### 附表:盈利预测

| 财务数据和估值    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1243  | 1493  | 2083  | 2585  | 3091  |
| 收入同比(%)    | 50    | 20    | 40    | 24    | 20    |
| 归母净利润(百万元) | 254   | 306   | 405   | 561   | 715   |
| 归母净利润同比(%) | 116   | 21    | 32    | 38    | 27    |
| ROE(%)     | 27.2  | 13.7  | 15.7  | 18.1  | 18.9  |
| 每股收益(元)    | 0.79  | 0.96  | 1.27  | 1.75  | 2.23  |
| 市盈率(P/E)   | 41.93 | 34.79 | 26.29 | 19.00 | 14.90 |

资料来源:Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价: 33.60元/44.38元

目标期限: 6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 43.4 / 20.49

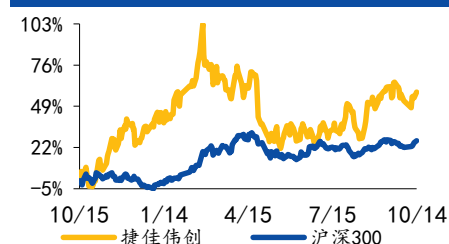
A股流通股(百万股): 170.00

A股总股本(百万股): 320.00

流通市值(百万元): 5712.06

总市值(百万元): 10752.00

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-捷佳伟创(300724):光伏设备领军前行,技术升级使命光荣》2019.09.10

#### 报告作者

分析师 满在朋  
执业证书编号 S0020519070001  
电话 021-51097188-1851  
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 王希  
电话 021-51097188-1930  
邮箱 wangxi@gyzq.com.cn

**财务预测表**

| 资产负债表          |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>流动资产</b>    | 2254 | 4106 | 5386  | 6332  | 7774  |
| 现金             | 437  | 550  | 465   | 582   | 1007  |
| 应收账款           | 174  | 299  | 844   | 1001  | 1169  |
| 其他应收款          | 10   | 28   | 24    | 34    | 45    |
| 预付账款           | 53   | 79   | 113   | 131   | 161   |
| 存货             | 1352 | 2087 | 2779  | 3365  | 4109  |
| 其他流动资产         | 228  | 1064 | 1162  | 1220  | 1284  |
| <b>非流动资产</b>   | 303  | 338  | 381   | 422   | 462   |
| 长期投资           | 127  | 130  | 130   | 129   | 130   |
| 固定资产           | 41   | 145  | 161   | 182   | 208   |
| 无形资产           | 17   | 17   | 16    | 15    | 14    |
| 其他非流动资产        | 118  | 46   | 74    | 95    | 110   |
| <b>资产总计</b>    | 2557 | 4444 | 5766  | 6754  | 8237  |
| <b>流动负债</b>    | 1612 | 2201 | 3169  | 3616  | 4399  |
| 短期借款           | 0    | 0    | 139   | 0     | 0     |
| 应付账款           | 368  | 613  | 742   | 937   | 1152  |
| 其他流动负债         | 1244 | 1588 | 2288  | 2679  | 3247  |
| <b>非流动负债</b>   | 11   | 15   | 12    | 11    | 12    |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 11   | 15   | 12    | 11    | 12    |
| <b>负债合计</b>    | 1623 | 2217 | 3182  | 3627  | 4411  |
| 少数股东权益         | 0    | 0    | 9     | 22    | 39    |
| 股本             | 240  | 320  | 320   | 320   | 320   |
| 资本公积           | 177  | 1144 | 1144  | 1144  | 1144  |
| 留存收益           | 517  | 763  | 1111  | 1639  | 2322  |
| 归属母公司股东权益      | 934  | 2227 | 2575  | 3104  | 3787  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2557 | 4444 | 5766  | 6754  | 8237  |

| 现金流量表          |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>经营活动现金流</b> | 118  | -60  | -140  | 310   | 465   |
| 净利润            | 254  | 306  | 415   | 574   | 731   |
| 折旧摊销           | 3    | 5    | 8     | 9     | 10    |
| 财务费用           | 22   | -22  | -16   | -16   | -33   |
| 投资损失           | -11  | -11  | -12   | -11   | -11   |
| 营运资金变动         | -154 | -409 | -467  | -271  | -268  |
| 其他经营现金流        | 3    | 72   | -68   | 27    | 35    |
| <b>投资活动现金流</b> | -43  | -864 | -42   | -39   | -40   |
| 资本支出           | 73   | 41   | 50    | 50    | 50    |
| 长期投资           | -12  | 0    | -1    | -0    | 0     |
| 其他投资现金流        | 17   | -823 | 7     | 11    | 10    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -38  | 988  | 97    | -154  | 1     |
| 短期借款           | 0    | 0    | 139   | -139  | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 80   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 968  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -38  | -60  | -42   | -16   | 1     |
| <b>现金净增加额</b>  | 27   | 76   | -85   | 117   | 426   |

| 利润表             |      |      |       |       |       |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |      |      |       |       |       |
| 会计年度            | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>营业收入</b>     | 1243 | 1493 | 2083  | 2585  | 3091  |
| 营业成本            | 751  | 895  | 1358  | 1632  | 1914  |
| 营业税金及附加         | 16   | 11   | 18    | 24    | 26    |
| 营业费用            | 89   | 118  | 133   | 160   | 185   |
| 管理费用            | 34   | 46   | 62    | 72    | 80    |
| 研发费用            | 75   | 77   | 70    | 80    | 100   |
| 财务费用            | 22   | -22  | -16   | -16   | -33   |
| 资产减值损失          | -4   | 68   | 20    | 20    | 30    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 11   | 11   | 12    | 11    | 11    |
| <b>营业利润</b>     | 293  | 350  | 469   | 650   | 829   |
| 营业外收入           | 1    | 1    | 5     | 2     | 3     |
| 营业外支出           | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 294  | 351  | 473   | 652   | 831   |
| 所得税             | 40   | 45   | 58    | 78    | 100   |
| <b>净利润</b>      | 254  | 306  | 415   | 574   | 731   |
| 少数股东损益          | 0    | 0    | 9     | 13    | 17    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 254  | 306  | 405   | 561   | 715   |
| EBITDA          | 319  | 333  | 461   | 643   | 806   |
| EPS (元)         | 1.06 | 0.96 | 1.27  | 1.75  | 2.23  |

| 主要财务比率          |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 49.5  | 20.1  | 39.5  | 24.1  | 19.6  |
| 营业利润 (%)        | 141.2 | 19.6  | 33.8  | 38.7  | 27.5  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 115.8 | 20.5  | 32.4  | 38.4  | 27.5  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 39.6  | 40.1  | 34.8  | 36.9  | 38.1  |
| 净利率 (%)         | 20.4  | 20.5  | 19.5  | 21.7  | 23.1  |
| ROE (%)         | 27.2  | 13.7  | 15.7  | 18.1  | 18.9  |
| ROIC (%)        | 76.1  | 18.8  | 18.9  | 23.4  | 26.3  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 63.5  | 49.9  | 55.2  | 53.7  | 53.6  |
| 净负债比率 (%)       | 0.00  | 0.00  | 4.36  | 0.00  | 0.00  |
| 流动比率            | 1.40  | 1.86  | 1.70  | 1.75  | 1.77  |
| 速动比率            | 0.56  | 0.90  | 0.82  | 0.81  | 0.82  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.53  | 0.43  | 0.41  | 0.41  | 0.41  |
| 应收账款周转率         | 8     | 5     | 3     | 3     | 3     |
| 应付账款周转率         | 2.43  | 1.82  | 2.00  | 1.94  | 1.83  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.79  | 0.96  | 1.27  | 1.75  | 2.23  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.37  | -0.19 | -0.44 | 0.97  | 1.45  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 2.92  | 6.96  | 8.05  | 9.70  | 11.83 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 41.93 | 34.79 | 26.29 | 19.00 | 14.90 |
| P/B             | 11.41 | 4.78  | 4.14  | 3.43  | 2.81  |
| EV/EBITDA       | 31    | 30    | 22    | 16    | 12    |

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |