捷佳伟创（300724）

员工激励完成购买，异质结订单渐行渐近

2020 年 06 月 17 日

增持（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,527	3,667	3,967	4,312
同比（%）	69.3%	45.1%	8.2%	8.7%
归母净利润（百万元）	382	576	662	739
同比（%）	24.7%	50.7%	15.0%	11.6%
每股收益（元/股）	1.19	1.79	2.06	2.30
P/E（倍）	66.89	44.54	38.73	34.72

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

投资要点

- **员工持股计划完成购买，长期发展添动力。**捷佳伟创于 2019 年 12 月审议通过了员工持股计划相关议案，截止 2020 年 6 月 16 日收盘，公司 2019 年员工持股计划买入公司股票 68.32 万股，占公司总股本的 0.21%，成交金额为 0.51 亿元，成交价约 74.61 元/股。本次员工持股计划的资金来源为员工自筹资金及公司按照 1:1 比例计提的激励基金，最终本次员工持股计划的实际参与对象为 180 人，实际认购份额为 5109.23 万份。我们认为，覆盖面足够广的员工激励将有利于充分调动员工的工作积极性，为公司的长期经营提供有效的动力。

- **行业标准升级，高效技术路径日渐明朗。**工信部出台《光伏制造行业规范条件(2020 年本)》(征求意见稿)，和 2018 年版本相比，转换效率方面，现有项目单晶电池最低标准提升 3 pct 至 22.5%；新建项目 单晶电池最低标准提升 2 pct 至 23%。目前仅有一线龙头电池厂能够在年底达到 23%的效率要求，我们认为光伏制造标准的升级将促使先进产能的扩产，并进一步加速向高效技术路线升级。

- **HIT 电池路线进展顺利，技术迭代带来设备空间可观。**据我们了解，通威 HIT 试验线进展卓有成效，正在跑量阶段。除了 19 年通威、山煤等 4 个试验项目之外，2020 年来阿特斯、东方日升、爱康科技等也陆续展开 HIT 布局。我们预计 HIT 随着成本的下降，将成下一代光伏电池的大趋势，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间。

- **公司作为核心工艺设备龙头，多种技术路线储备充分。**除在短期主流技术路线 PERC 上占据显著优势外，在过渡路线 PERC+/TOPCon 和下一代技术路线 HIT 均有布局，有望充分受益于技术推动的新一轮产能投资周期。目前公司 PERC 设备已形成批量生产销售，TOPCon 电池工艺钝化设备研发已进入工艺验证阶段。HIT 设备布局也处于行业前列，近期爱康科技与捷佳签署 2GW 的 HIT 框架协议，未来将在在 PECVD 等设备方面合作研发。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.8，6.6，7.4 亿，对应当前股价 PE 为 45、39、35 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**下游工艺迭代不及预期，市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	79.83
一年最低/最高价	26.13/82.02
市净率(倍)	9.63
流通 A 股市值(百万元)	13571.25

基础数据

每股净资产(元)	8.29
资产负债率(%)	57.67
总股本(百万股)	321.22
流通 A 股(百万股)	170.00

相关研究

1、《捷佳伟创（300724）：Q1 业绩受疫情影响，多方位布局未来将显著受益》2020-04-30

2、《捷佳伟创（300724）：业绩稳定增长，下游技术迭代带来设备机遇》2020-04-24

3、《捷佳伟创（300724）：19 年业绩同比+27%，在手订单充裕保障 20 年高增长》2020-02-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

捷佳伟创三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5553**	**8065**	**8421**	**8849**
现金	929	954	787	615
应收账款	860	1306	1413	1536
存货	3342	5438	5825	6266
其他流动资产	423	367	397	431
非流动资产	**458**	**574**	**601**	**623**
长期股权投资	129	129	129	129
固定资产	245	348	371	393
在建工程	1	15	20	21
无形资产	29	28	27	26
其他非流动资产	54	54	54	54
资产总计	**6011**	**8639**	**9022**	**9471**
流动负债	**3424**	**4516**	**4330**	**4144**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1059	1496	1602	1723
其他流动负债	2364	3020	2728	2421
非流动负债	**31**	**31**	**31**	**31**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
负债合计	**3455**	**4547**	**4361**	**4175**
少数股东权益	3	3	10	18
归属母公司股东权益	2552	4089	4651	5278
负债和股东权益	**6011**	**8639**	**9022**	**9471**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-254	-959	0	8
投资活动现金流	632	23	-67	-69
筹资活动现金流	-333	961	-100	-111
现金净增加额	48	25	-167	-172
折旧和摊销	16	36	41	46
资本开支	-152	-67	-67	-69
营运资本变动	253	-1571	-710	-784

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2527**	**3667**	**3967**	**4312**
减:营业成本	1717	2481	2658	2859
营业税金及附加	14	21	23	24
营业费用	179	257	278	302
管理费用	74	283	275	298
财务费用	-15	-28	-26	-21
资产减值损失	-35	0	0	0
加:投资净收益	8	0	0	0
其他收益	-173	1	1	1
营业利润	**428**	**655**	**761**	**850**
加:营业外净收支	1	5	5	5
利润总额	**429**	**660**	**766**	**855**
减:所得税费用	55	84	97	109
少数股东损益	-7	0	7	7
归属母公司净利润	**382**	**576**	**662**	**739**
EBIT	545	626	735	829
EBITDA	560	663	776	875

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.19	1.79	2.06	2.30
每股净资产(元)	7.98	12.73	14.48	16.43
发行在外股份(百万股)	320	321	321	321
ROIC(%)	21.4%	19.0%	17.0%	15.9%
ROE(%)	15.0%	14.1%	14.2%	14.0%
毛利率(%)	32.1%	32.3%	33.0%	33.7%
销售净利率(%)	15.1%	15.7%	16.7%	17.1%
资产负债率(%)	57.5%	52.6%	48.3%	44.1%
收入增长率(%)	69.3%	45.1%	8.2%	8.7%
净利润增长率(%)	24.7%	50.7%	15.0%	11.6%
P/E	66.89	44.54	38.73	34.72
P/B	10.01	6.27	5.51	4.86
EV/EBITDA	51.75	45.56	38.66	34.07

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn