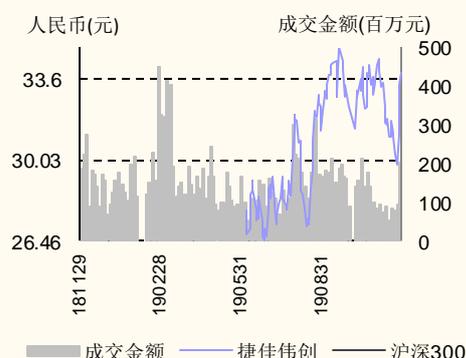


市场价格 (人民币): 33.84 元  
 目标价格 (人民币): 38.30-38.30 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.20
已上市流通 A 股(亿股)	1.70
总市值(亿元)	108.29
年内股价最高最低(元)	34.43/29.79
沪深 300 指数	3829
创业板指	1665



## 推员工持股及股权激励，彰显未来发展信心

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.06	0.96	1.27	1.74	2.24
每股净资产(元)	3.89	6.96	7.72	8.77	10.11
每股经营性现金流(元)	0.49	-0.19	-0.39	0.92	1.50
市盈率(倍)	0.0	29.8	26.7	19.4	15.1
净利润增长率(%)	115.8%	20.5%	32.4%	37.5%	28.5%
净资产收益率(%)	27.2%	13.7%	16.4%	19.9%	22.1%
总股本(百万股)	240.00	320.00	320.00	320.00	320.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司午间发布公告: 拟推 2019 年员工持股计划和限制性股票激励计划。
- 公司公告: 公司及全资子公司常州捷佳创分别与通威股份旗下的多家公司签订合同。2019 年至今, 累计金额达 9.7 亿元, 占公司 2018 年营收的 69%。其中, 11 月 26 日, 公司与眉山通威签订合同, 包括扩散设备、PECVD 设备、自动化设备等, 总金额约 2.61 亿元。11 月 25 日至 28 日, 公司及常州捷佳创与通威股份旗下多家公司签订经营合同, 总金额约 1.13 亿元。

## 点评

- 员工持股计划持有人包括上市公司或子公司董监高、中层管理人员及其他核心骨干员工, 共计 198 人。资金来源为自筹资金不超过 2850 万元, 另按照 1:1 比例提取激励基金不超过 2850 万元, 以总额不超过 5700 万元用于购买公司股票。
- 限制性股票激励计划为, 拟向 192 名激励对象授予限制性股票 130.4 万股, 授予对象包括公司或子公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干人员, 授予价格为 16.59 元/股。激励计划分三年解锁。
- 员工持股计划与限制性股票激励计划的业绩考核条件均为: 2019-2021 年, 净利润较 2018 年增长率分别不低于 18%、40%和 65%。即净利润分别不低于 3.6 亿元、4.3 亿元和 5.0 亿元, 考核业绩高增长彰显公司信心。
- 新接订单高增长, 保障公司未来业绩: 公司 2018 年新接订单 28 亿元, 主要受益于 PERC 产线扩产, 未来 TOPCon、HJT 等新技术的量产有望支撑订单高增长。我们预计 2019 年公司订单可达约 48 亿元, 2020-2023 年年均新接订单可达 50 亿元左右。

## 投资建议

- 预计 2019-2021 净利润 4.05、5.57、7.16 亿元, 同比增长 32.4%、37.5%、28.5%, 对应 PE 为 27、20、15 倍。给予公司 2020 年 22 倍估值, 对应 123 亿市值。6-12 月目标价 38.3 元, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 光伏产业政策变化和行业波动的风险; 下游客户经营状况波动引发的风险; 光伏电池片价格不及预期的风险; 行业竞争加剧, 产品市占率及综合毛利率不及预期的风险; 公司首发原始股东解禁, 减持的风险。

## 相关报告

- 1.《捷佳伟创 (300724) 深度: 光伏电池片设备龙头, 受益新型高...》, 2019.10.29

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
 wanghuajun@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004  
 zhuronghua@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>831</b>	<b>1,243</b>	<b>1,493</b>	<b>2,373</b>	<b>3,148</b>	<b>3,889</b>	货币资金	408	437	550	631	641	725
增长率		49.5%	20.1%	58.9%	32.7%	23.5%	应收账款	275	344	513	795	1,042	1,282
<b>主营业务成本</b>	<b>-538</b>	<b>-751</b>	<b>-895</b>	<b>-1,495</b>	<b>-1,989</b>	<b>-2,424</b>	存货	1,075	1,352	2,087	2,960	3,883	4,734
%销售收入	64.7%	60.4%	59.9%	63.0%	63.2%	62.3%	其他流动资产	107	121	957	564	589	667
<b>毛利</b>	<b>294</b>	<b>492</b>	<b>598</b>	<b>878</b>	<b>1,159</b>	<b>1,465</b>	流动资产	1,865	2,254	4,106	4,950	6,155	7,409
%销售收入	35.3%	39.6%	40.1%	37.0%	36.8%	37.7%	%总资产	87.8%	88.1%	92.4%	92.6%	92.9%	93.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	长期投资	131	127	130	130	130	130
%销售收入	0.5%	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	82	137	162	230	286	316
<b>销售费用</b>	<b>-93</b>	<b>-89</b>	<b>-118</b>	<b>-188</b>	<b>-250</b>	<b>-308</b>	%总资产	3.9%	5.3%	3.6%	4.3%	4.3%	4.0%
%销售收入	11.2%	7.1%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	无形资产	18	17	18	36	54	79
<b>管理费用</b>	<b>-70</b>	<b>-109</b>	<b>-46</b>	<b>-73</b>	<b>-97</b>	<b>-120</b>	非流动资产	260	303	338	397	470	526
%销售收入	8.4%	8.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	12.2%	11.9%	7.6%	7.4%	7.1%	6.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-77</b>	<b>-122</b>	<b>-161</b>	<b>-199</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,125</b>	<b>2,557</b>	<b>4,444</b>	<b>5,347</b>	<b>6,625</b>	<b>7,934</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>126</b>	<b>279</b>	<b>346</b>	<b>478</b>	<b>628</b>	<b>809</b>	应付款项	1,352	1,566	2,115	2,800	3,718	4,575
%销售收入	15.2%	22.4%	23.2%	20.1%	20.0%	20.8%	其他流动负债	40	46	87	74	98	121
<b>财务费用</b>	<b>15</b>	<b>-22</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	流动负债	1,392	1,612	2,201	2,874	3,816	4,695
%销售收入	-1.8%	1.8%	-1.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-34</b>	<b>4</b>	<b>-68</b>	<b>-34</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	其他长期负债	15	11	15	2	3	4
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,407</b>	<b>1,623</b>	<b>2,217</b>	<b>2,876</b>	<b>3,820</b>	<b>4,699</b>
<b>投资收益</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>718</b>	<b>934</b>	<b>2,227</b>	<b>2,471</b>	<b>2,805</b>	<b>3,235</b>
%税前利润	10.8%	3.9%	3.2%	2.1%	1.6%	1.2%	其中：股本	240	240	320	320	320	320
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>293</b>	<b>350</b>	<b>466</b>	<b>641</b>	<b>823</b>	未分配利润	280	478	702	945	1,279	1,709
营业利润率	14.6%	23.6%	23.5%	19.6%	20.4%	21.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,125</b>	<b>2,557</b>	<b>4,444</b>	<b>5,347</b>	<b>6,625</b>	<b>7,934</b>
<b>税前利润</b>	<b>133</b>	<b>294</b>	<b>351</b>	<b>466</b>	<b>641</b>	<b>823</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	16.0%	23.6%	23.5%	19.6%	20.4%	21.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>-61</b>	<b>-83</b>	<b>-107</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.2%	13.5%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.49	1.06	0.96	1.27	1.74	2.24
<b>净利润</b>	<b>118</b>	<b>254</b>	<b>306</b>	<b>405</b>	<b>557</b>	<b>716</b>	每股净资产	2.99	3.89	6.96	7.72	8.77	10.11
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.99	0.49	-0.19	-0.39	0.92	1.50
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>118</b>	<b>254</b>	<b>306</b>	<b>405</b>	<b>557</b>	<b>716</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.51	0.70	0.90
净利率	14.2%	20.4%	20.5%	17.1%	17.7%	18.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.39%	27.21%	13.75%	16.41%	19.87%	22.14%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.54%	9.94%	6.89%	7.58%	8.41%	9.03%
							投入资本收益率	15.62%	25.86%	13.56%	16.82%	19.48%	21.75%
<b>净利润</b>	<b>118</b>	<b>254</b>	<b>306</b>	<b>405</b>	<b>557</b>	<b>716</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	137.67%	49.51%	20.11%	58.95%	32.66%	23.55%
<b>非现金支出</b>	<b>39</b>	<b>-1</b>	<b>73</b>	<b>52</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	EBIT 增长率	766.48%	120.79%	24.18%	37.84%	31.51%	28.78%
<b>非经营收益</b>	<b>-26</b>	<b>18</b>	<b>-30</b>	<b>18</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	净利润增长率	193.27%	115.82%	20.53%	32.43%	37.48%	28.48%
<b>营运资金变动</b>	<b>107</b>	<b>-154</b>	<b>-409</b>	<b>-600</b>	<b>-292</b>	<b>-269</b>	总资产增长率	109.32%	20.29%	73.83%	20.32%	23.90%	19.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>238</b>	<b>118</b>	<b>-60</b>	<b>-124</b>	<b>293</b>	<b>481</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-25	-72	-41	-105	-100	-90	应收账款周转天数	69.7	47.9	57.8	58.5	57.0	56.5
投资	30	12	0	474	30	-30	存货周转天数	504.8	590.2	701.5	730.0	720.0	720.0
其他	0	16	-824	10	10	10	应付账款周转天数	130.6	127.8	141.0	152.0	152.0	152.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>-43</b>	<b>-864</b>	<b>379</b>	<b>-60</b>	<b>-110</b>	固定资产周转天数	17.6	12.0	35.5	35.1	33.0	29.5
股权募资	0	0	1,064	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	-11	0	0	净负债/股东权益	-56.83%	-46.80%	-24.67%	-25.53%	-22.84%	-22.43%
其他	12	-47	-64	-162	-223	-286	EBIT 利息保障倍数	-8.4	12.7	-15.5	-39.1	-47.7	-57.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>12</b>	<b>-47</b>	<b>1,000</b>	<b>-173</b>	<b>-223</b>	<b>-286</b>	资产负债率	66.22%	63.48%	49.88%	53.79%	57.66%	59.23%
<b>现金净流量</b>	<b>254</b>	<b>27</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>10</b>	<b>85</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	15	26	40
增持	0	8	9	12	26
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.38	1.32	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

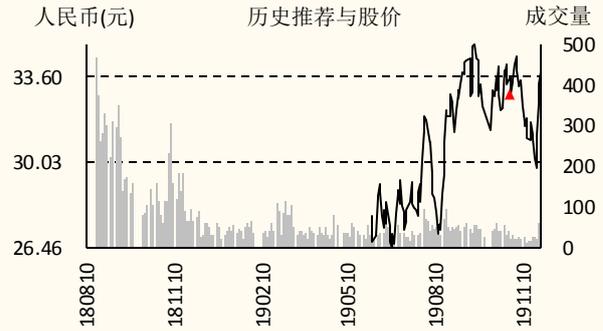
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-29	增持	33.66	38.30~38.30

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH