投资评级 优于大市 维持

股票数据

11 月 29 日收盘价(元)	33.84
52 周股价波动（元）	25.46-43.40
总股本/流通 A 股（百万股）	320/170
总市值/流通市值（百万元）	10829/5753

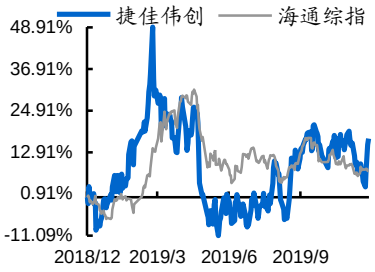
相关研究

《业绩增速上行，利润率保持稳定》2019.10.29

《Q2 单季度收入增长 72%，布局 HJT 等新技术取得阶段性进展》2019.08.28

《新产品获得突破，继续看好光伏设备龙头》2019.07.14

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	2.9	1.5	4.4
相对涨幅（%）	4.9	2.2	3.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:佘炜超
Tel:(021)23219816
Email:swc11480@htsec.com
证书:S0850517010001
联系人:吉晟
Tel:(021)23154145
Email:js12801@htsec.com

公告股权激励和员工持股计划，持续看好公司行业领先地位

投资要点：

- **事件：公司同时公告了股权激励计划（草案）与员工持股计划（草案）。**
- **股权激励计划：授予 4 名核心高管在内的 192 人 130.41 万股。**股权激励计划拟向激励对象授予限制性股票 130.41 万股，约占本计划公告时上市公司股本总额的 0.41%，授予价格为 16.59 元/股。本计划授予的限制性股票涉及的激励对象共计 192 人，包括总经理李时俊先生、副总经理汪愈康先生等 4 名核心高管。本计划授予的限制性股票在有效期内按 40%、30%、30%的比例分三期解锁。
- **员工持股计划：10 名核心高管在内的 198 人参与，募集资金不超过 5700 万元。**员工持股计划的员工自筹资金总额为不超过人民币 2850 万元，提取激励基金的配比为 1:1，提取激励基金的金额为不超过人民币 2850 万元，拟筹集资金总额为不超过人民币 5700 万元。按照公司股票 2019 年 11 月 28 日的收盘价 33.33 元/股测算，员工持股计划可持有的标的股票数量约为 171.02 万股，占公司总股本的比例为 0.53%。本计划的参与对象为不超过 198 人，包括董事长余仲先生、总经理李时俊等 10 名核心高管。本员工持股计划的业绩考核年度为 2019 年、2020 年和 2021 年，根据各考核年度的考核结果，将持有人所持员工持股计划份额及对应收益，分三个批次归属至各持有人，各批次归属比例分别为 40%、30%和 30%。
- **股权激励和员工持股计划同时推出彰显公司经营信心。**我们认为，此次股权激励计划和员工持股计划同时推出、10 名核心高管参与其中，体现出公司管理层和员工对于公司长期发展的信心，同时有利于公司团队和人才的稳定。两个计划业绩考核指标均为 2019/2020/2021 年公司归母净利润较 2018 年增长率不低于 18%/40%/65%，换算后可以得到公司 2019/2020/2021 年业绩考核指标的对应归母净利润分别为 3.61/4.29/5.05 亿元，同比增速分别为 18.00%/18.64%/17.86%，我们认为公司完成考核是大概率事件。
- **持续看好公司在各技术领域的领先地位。**我们认为，公司竞争力在于在下一代电池主流技术上均具备领先的研发储备：HJT 电池工艺技术中超洁净 HJT 单晶制绒清洗设备研发、透光导电薄膜设备（RPD 设备）研发、金属电极丝网印刷线研发已基本完成，进入工艺验证阶段，HJT 整线生产设备国产化正在积极推进中；背钝化技术氧化铝镀膜设备研发已形成批量生产销售；TOPCon 电池工艺技术钝化设备研发已进入工艺验证阶段。往明年看，我们预期今年交付的“二合一”、“大硅片”等高毛利新设备有望再次提升公司整体毛利率水平。我们认为，未来一年公司业绩有保障，叠加新技术的突破，有望实现戴维斯双击。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1242.78	1492.74	2350.00	3040.00	3600.00
(+/-)YoY(%)	49.51%	20.11%	57.43%	29.36%	18.42%
净利润(百万元)	254.04	306.19	424.94	577.61	700.90
(+/-)YoY(%)	115.82%	20.53%	38.78%	35.93%	21.34%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.96	1.33	1.81	2.19
毛利率(%)	39.61%	40.07%	34.22%	34.18%	34.19%
净资产收益率(%)	27.21%	13.75%	16.42%	18.62%	18.75%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测与估值。预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 4.25/5.78/7.01 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.81/2.19 元/股，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 27-30 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 35.91-39.90 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。光伏行业景气度下行，公司未能抓住产业变革机遇。

表 1 股权激励计划授予限制性股票的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占授予权益总量比例	占目前总股本的比例
1	李时俊	董事、总经理	42500	3.2589%	0.0133%
2	汪愈康	副总经理、董事会秘书	17500	1.3419%	0.0055%
3	周宁	财务总监	17500	1.3419%	0.0055%
4	周惟仲	副总经理	17500	1.3419%	0.0055%
5	核心管理人员及核心骨干人员 188 人		1209130	92.7154%	0.3779%
合计			1304130	100.0000%	0.4075%

资料来源：Wind，《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，海通证券研究所

表 2 员工持股计划持有人的所获份额及对应的股份比例

持有人		职务	认购份额（万元）	占总认购份额的比例	所获份额对应的股份比例
董事、监事、高级管理人员	余仲	董事长、副总经理	283.31	5.5118%	0.0266%
	李时俊	董事、总经理	141.65	2.7559%	0.0133%
	左国军	董事、副总经理	283.31	5.5118%	0.0266%
	伍波	董事、副总经理	283.31	5.5118%	0.0266%
	梁美珍	董事、高级经理	166.65	3.2422%	0.0156%
	张勇	监事	283.31	5.5118%	0.0266%
	柯国英	监事	43.33	0.8430%	0.0041%
	汪愈康	副总经理、董事会秘书	58.33	1.1348%	0.0055%
	周宁	财务总监	58.33	1.1348%	0.0055%
	周惟仲	副总经理	58.33	1.1348%	0.0055%
中层管理人员及其他核心骨干员工（不超过 188 人）			4040.17	67.7075%	0.3778%
合计			5700.00	100.0000%	0.5344%

资料来源：Wind，《2019 年员工持股计划（草案）》，海通证券研究所

表 3 股权激励解锁安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标	归母净利润目标（亿元）
第一个解锁期	自授予完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授予完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2019 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 18%	3.61
第二个解锁期	自授予完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2020 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 40%	4.29
第三个解锁期	自授予完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2021 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 65%	5.05

资料来源：Wind，《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，海通证券研究所
注：《2019 年限制性股票激励计划（草案）》中公司说明了此处的“净利润”即为“归母净利润”

表 4 员工持股归属安排

归属安排	业绩考核年度	业绩考核目标	归属比例	归母净利润目标（亿元）
第一个归属批次	2019 年	2019 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 18%	40%	3.61
第二个归属批次	2020 年	2020 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 40%	30%	4.29
第三个归属批次	2021 年	2021 年公司净利润较 2018 年增长率不低于 65%	30%	5.05

资料来源：Wind，《2019 年员工持股计划（草案）》，海通证券研究所
注：《2019 年员工持股计划（草案）》中公司说明了此处的“净利润”即为“归母净利润”

表 5 主营业务收入预测及主要假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
分产品销售收入（百万元）					
半导体掺杂沉积光伏设备	721.03	837.69	1350.00	1800.00	2100.00
湿法工艺光伏设备	329.73	383.26	600.00	740.00	880.00
自动化设备	161.84	184.47	260.00	330.00	420.00
配件等其他	30.18	87.32	140.00	170.00	200.00
合计主营业务收入	1242.78	1492.74	2350.00	3040.00	3600.00
分产品销售增长率（%）					
半导体掺杂沉积光伏设备	76.10	16.18	61.16	33.33	16.67
湿法工艺光伏设备	41.92	16.23	56.55	23.33	18.92
自动化设备	26.48	13.98	40.94	26.92	27.27
配件等其他	-50.93	189.33	60.33	21.43	17.65
主营业务收入同比增长率	49.51	20.11	57.43	29.36	18.42
分产品销售毛利率（%）					
半导体掺杂沉积光伏设备	38.79	38.44	33.50	33.50	33.50
湿法工艺光伏设备	40.87	39.38	33.00	33.00	33.00
自动化设备	39.07	42.29	35.00	35.00	35.00
配件等其他	48.38	54.00	45.00	45.00	45.00
合计主营业务毛利率（%）	39.61	40.07	34.22	34.18	34.19

资料来源：Wind，公司 2017-2018 年报，海通证券研究所

表 6 可比公司估值情况（2019.11.29）

	总市值（亿元）	2018 年归母净利润（亿元）	2018 年 PE（倍）	预估 2019 年归母净利润（亿元）	2019 年 PE（倍）
晶盛机电	173.92	5.82	29.88	6.71	25.90
迈为股份	63.47	1.71	37.13	2.64	24.04
金辰股份	17.83	0.85	21.03	0.93	19.18
先导智能	333.19	7.42	44.88	9.85	33.81
平均值			33.23		25.73

资料来源：Wind，海通证券研究所
注：可比公司预估 2019 年归母净利润来自 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.96	1.33	1.81	2.19
每股净资产	6.96	8.09	9.69	11.68
每股经营现金流	-0.19	1.80	1.47	2.20
每股股利	0.180	0.200	0.200	0.200
价值评估（倍）				
P/E	34.35	24.75	18.21	15.01
P/B	4.72	4.06	3.39	2.81
P/S	7.05	4.48	3.46	2.92
EV/EBITDA	23.32	19.06	14.39	11.34
股息率（%）	**0.55%**	**0.61%**	**0.61%**	**0.61%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	40.07%	34.22%	34.18%	34.19%
净利润率	20.51%	18.08%	19.00%	19.47%
净资产收益率	13.75%	16.42%	18.62%	18.75%
资产回报率	6.89%	6.95%	7.56%	7.70%
投资回报率	23.83%	28.92%	32.50%	37.77%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	20.11%	57.43%	29.36%	18.42%
EBIT 增长率	51.60%	16.25%	27.26%	18.46%
净利润增长率	20.53%	38.78%	35.93%	21.34%
偿债能力指标				
资产负债率	49.9%	57.7%	59.4%	58.9%
流动比率	1.86	1.60	1.56	1.58
速动比率	0.88	0.73	0.68	0.72
现金比率	—	—	—	—
经营效率指标				
应收帐款周转天数	57.82	59.00	60.00	58.00
存货周转天数	701.47	690.00	690.00	680.00
总资产周转率	0.43	0.45	0.44	0.43
固定资产周转率	16.07	10.90	9.23	9.25

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	306.19	424.94	577.61	700.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非现金支出	72.68	60.23	46.70	46.40
非经营收益	-29.81	-17.00	-21.00	-25.00
营运资金变动	-409.42	107.66	-132.35	-18.70
经营活动现金流	**-60.35**	**575.83**	**470.96**	**703.59**
资产	-40.62	-160.86	-105.00	-53.00
投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-823.50	14.00	16.00	18.00
投资活动现金流	**-864.12**	**-146.86**	**-89.00**	**-35.00**
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权募资	1064.44	0.00	0.00	0.00
其他	-76.83	0.00	-64.00	-64.00
融资活动现金流	**987.60**	**0.00**	**-64.00**	**-64.00**
现金净流量	**63.13**	**428.97**	**317.96**	**604.59**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**1492.74**	**2350.00**	**3040.00**	**3600.00**
营业成本	894.52	1545.75	2000.80	2369.10
毛利率%	40.07%	34.22%	34.18%	34.19%
营业税金及附加	10.78	16.45	21.28	25.20
营业税金率%	0.72%	0.70%	0.70%	0.70%
营业费用	118.39	141.00	185.44	219.60
营业费用率%	7.93%	6.00%	6.10%	6.10%
管理费用	46.09	155.10	206.72	244.80
管理费用率%	3.09%	6.60%	6.80%	6.80%
EBIT	422.96	491.70	625.76	741.30
财务费用	-22.42	-31.16	-48.80	-67.41
财务费用率%	-1.50%	-1.33%	-1.61%	-1.87%
资产减值损失	68.08	51.43	31.64	28.08
投资收益	11.08	14.00	16.00	18.00
营业利润	**350.35**	**485.44**	**658.92**	**798.63**
营业外收支	0.82	3.00	5.00	7.00
利润总额	**351.17**	**488.44**	**663.92**	**805.63**
EBITDA	427.57	500.50	640.82	759.62
所得税	44.98	63.50	86.31	104.73
有效所得税率%	12.81%	13.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	**306.19**	**424.94**	**577.61**	**700.90**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	549.56	978.53	1296.49	1901.09
应收款项	299.32	387.46	514.72	594.94
存货	2086.65	2965.93	3850.42	4501.94
其它流动资产	885.89	885.89	885.89	885.89
流动资产合计	4105.69	5622.66	7054.79	8471.77
长期股权投资	130.43	130.43	130.43	130.43
固定资产	145.03	295.03	395.03	445.03
在建工程	16.74	16.74	16.74	16.74
无形资产	16.82	31.82	40.57	49.05
非流动资产合计	338.33	493.38	588.32	630.01
资产总计	**4444.02**	**6116.04**	**7643.12**	**9101.78**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	415.09	592.89	767.43	908.70
预收账款	1493.45	2350.00	3040.00	3600.00
其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2201.45	3512.53	4526.00	5347.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它长期负债	15.14	15.14	15.14	15.14
非流动负债合计	15.14	15.14	15.14	15.14
负债总计	**2216.58**	**3527.67**	**4541.14**	**5362.90**
实收资本	320.00	320.00	320.00	320.00
普通股股东权益	2227.44	2588.38	3101.98	3738.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和所有者权益合计	**4444.02**	**6116.04**	**7643.12**	**9101.78**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 29 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余炜超　　机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　徐工机械,浙江鼎力,联瑞新材,快克股份,伊之密,思维列控,中联重科,中铁工业,豪迈科技,柳工,石头科技,日机密封,诺力股份,捷佳伟创,美亚光电,弘亚数控,中国中车,杰克股份,金卡智能,华特股份,五洲新春,龙马环卫,晶盛机电,华东重机,中集集团,杭氧股份,先导智能,安徽合力,三一重工,杰瑞股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。