

证券研究报告

公司研究——事项点评

中环股份 (002129.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.09.09

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话: +86 10 83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

相关研究

《中环股份 (002129.SZ): 创新推动的全球硅片龙头, 受益光伏、半导体景气向上》2019.08

《中环股份 (002129.SZ): 硅片龙头持续成长, 技术引领有望穿越周期》2019.09

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩加速增长, 技术创新和改革引领新一轮成长

2019年10月11日

事件:

- 1、公司近期发布 2019 年前三季度业绩预告: 2019 年前三季度, 公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 6.82 亿元 -7.12 亿元, 比上年同期增长 60.20%-67.25%; 2019 年第三季度, 公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 2.3 亿元 -2.6 亿元, 比上年同期增长 82.89%-106.74%。
- 2、公司公告, 公司于 2019 年 9 月 18 日接到控股股东天津中环电子信息集团有限公司的通知, 称中环集团拟实施混合所有制改革相关事项, 并以 2019 年 8 月 31 日为基准日开展清产核资、审计以及评估等工作。
- 3、公司于 2019 年 9 月 16 日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准天津中环半导体股份有限公司非公开发行股票批复》。

点评:

- **公司属于光伏后周期品种, 技术创新和改革引领新一轮成长。**根据我们对公司光伏硅片有效产能释放节奏的统计, 公司利润释放主要在光伏行业上行周期的中后期; 目前光伏产业已经逐步步入上行周期的中后期, 后续需要全球平价上网的需求来进一步打开产业稳定增长的空间, 中环股份属于此阶段较好的投资标的。更关键的是, 公司通过技术创新和改革进一步拓展了自身成长的空间: 技术创新方面主要体现在通过大硅片提升光伏电站经济性; 改革层面体现在国企改革红利持续释放, 提升管理积极性和管理效率。
- **业绩加速增长, 后续持续性较强。**从单季度增速来看, 公司业绩增加呈现加速态势 (增速由 50%左右增长到 90%左右)。从业绩加速原因看, 主要受益于行业向上周期, 产业单晶趋势明显, 加上自身经营管理的改善; 还有重要原因是 2018 年第三季度是行业低谷, 公司业绩基数低。从业绩持续性来看, 我们认为, 随着公司智能化改造、人员效率提升等一系列经营管理方面的完善, 公司盈利能力仍有进一步提升的空间, 未来三个季度有望维持较高的增速。
- **大硅片等技术创新有望引领新一轮成长, 从而享受估值溢价。**公司近期推动 M12 光伏大硅片发展, 有望使得组件终端盈利水平提升将近 8 个点, 并将推动 N 型薄片化硅片的应用, 从而进一步提升光伏电站的发电效率, 进而打开光伏平价上网大周期的空间。从我们调研的产业链项目进展来看, 目前陆续有项目在招标, 设备、材料等环节的匹配都在磨合中, 预计今年底或 2020 年年初将有比较好的成果落地, 未来有望从长期提升公司市场份额和盈利占比, 从而提升公司估值。

- **国企改革红利有望持续释放，从而推动经营管理进一步提升。**从近期公告的动态来看，天津国资委动作的持续性比较强，未来混改有望持续释放红利：最大的红利期待可能在于能够提升核心经营管理层的股权占比，进一步激活机制，从而使得隐藏的盈利能力和创造力进一步释放。
- **半导体大硅片项目融资即将落地，有望进一步提升其发展预期和估值溢价。**近期，公司已经拿到非公开发行的批文，按照往常的流程，预计未来几个月定增即将落地，这预示着公司半导体大硅片项目推进的基础进一步夯实，成长的确定性增强。公司目前天津 8 英寸硅片扩产项目已实现设计产能，通过本次定增，公司未来将形成 105 万片/月 8 英寸和 15 万片/月 12 英寸抛光片产能，其中宜兴工厂预计 2019H2 实现 1 条 8 英寸线投产，2020Q1 实现 12 英寸项目逐步投产，半导体大硅片项目持续推进，加速进口替代步伐。目前中环领先各股东方已向中环领先增资，在当前行业低谷期，中高端产能释放正当时，将在未来享受半导体行业向上周期。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年实现营收 180.11、243.60 和 309.95 亿元，同比增长 30.93%、35.25% 和 27.24%，归属于母公司股东净利润 11.48、17.20 和 22.34 亿元，同比增长 81.61%、49.72% 和 29.94%，摊薄 EPS 分别为 0.41、0.62 和 0.80 元，以 10 月 10 日收盘价计算，2019-2021 年对应 PE 为 32x、21x 和 16x。公司目前已成长为光伏单晶硅片龙头，技术创新和改革红利将进一步扩大其竞争优势，半导体大尺寸硅片也有望加速实现进口替代，基于此，我们维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**光伏行业景气度变化风险；光伏大硅片拓展不及预期风险；海外市场需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；大尺寸半导体硅片客户开拓不及预期风险等。

公司财务数据

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	9,644.19	13,755.72	18,011.00	24,359.59	30,995.28
增长率 YoY %	42.17%	42.63%	30.93%	35.25%	27.24%
归属母公司净利润(百万元)	584.54	632.26	1,148.23	1,719.15	2,233.91
增长率 YoY%	45.41%	8.16%	81.61%	49.72%	29.94%
毛利率%	19.89%	17.35%	19.97%	21.12%	21.39%
净资产收益率 ROE%	5.23%	5.03%	8.29%	11.27%	12.97%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.23	0.41	0.62	0.80
市盈率 P/E(倍)	62	57	32	21	16
市净率 P/B(倍)	3.07	2.72	2.52	2.25	1.98

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 10 月 10 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,289.55	13,893.06	15,552.99	19,179.31	22,528.47
货币资金	6,000.93	6,739.53	6,575.01	7,424.22	7,842.16
应收票据	703.77	1,068.42	1,398.93	1,892.03	2,407.43
应收账款	1,354.32	2,721.36	3,563.20	4,819.18	6,131.94
预付账款	670.45	726.04	920.51	1,227.08	1,556.03
存货	1,648.64	1,708.58	2,166.22	2,887.68	3,661.78
其他	911.44	929.13	929.13	929.13	929.13
非流动资产	19,717.04	28,804.25	32,283.91	35,595.35	39,679.57
长期股权投资	1,240.02	2,203.77	2,203.77	2,203.77	2,203.77
固定资产(合计)	11,443.59	17,226.19	19,972.91	22,003.21	24,289.36
无形资产	815.59	1,538.87	865.40	773.41	828.03
其他	6,217.84	7,835.42	9,241.83	10,614.96	12,358.40
资产总计	31,006.60	42,697.31	47,836.90	54,774.67	62,208.04
流动负债	10,228.41	17,214.49	19,504.71	23,097.06	26,942.64
短期借款	4,065.07	3,953.54	3,953.54	3,953.54	3,953.54
应付票据	990.45	3,260.98	4,134.42	5,511.38	6,988.82
应付账款	2,031.98	4,488.44	5,690.65	7,585.92	9,619.48
其他	3,140.91	5,511.53	5,726.09	6,046.21	6,380.80
非流动负债	7,779.38	9,758.85	11,258.85	12,458.85	13,258.85
长期借款	4,165.91	5,878.38	7,378.38	8,578.38	9,378.38
其他	3,613.47	3,880.47	3,880.47	3,880.47	3,880.47
负债合计	18,007.79	26,973.34	30,763.56	35,555.91	40,201.49
少数股东权益	1,196.08	2,399.11	2,683.81	3,110.07	3,663.96
归属母公司股东权益	11,802.73	13,324.85	14,389.53	16,108.68	18,342.59
负债和股东权益	31,006.60	42,697.31	47,836.90	54,774.67	62,208.04

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,644.19	13,755.72	18,011.00	24,359.59	30,995.28
同比(%)	42.17%	42.63%	30.93%	35.25%	27.24%
归属母公司净利润	584.54	632.26	1,148.23	1,719.15	2,233.91
同比(%)	45.41%	8.16%	81.61%	49.72%	29.94%
毛利率(%)	19.89%	17.35%	19.97%	21.12%	21.39%
ROE%	5.23%	5.03%	8.29%	11.27%	12.97%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.23	0.41	0.62	0.80
P/E	62	57	32	21	16
P/B	3.07	2.72	2.52	2.25	1.98
EV/EBITDA	21.95	17.17	13.18	10.51	8.81

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,644.19	13,755.72	18,011.00	24,359.59	30,995.28
营业成本	7,725.80	11,368.80	14,413.88	19,214.42	24,365.22
营业税金及附加	39.88	61.97	81.14	109.74	139.63
销售费用	108.87	171.18	224.13	303.13	385.71
管理费用	726.46	576.56	754.92	1,021.02	1,299.15
研发费用	0.00	419.49	549.25	742.85	945.21
财务费用	438.82	617.62	415.61	504.91	536.54
减值损失合计	40.70	189.70	159.73	217.27	318.50
投资净收益	75.81	65.03	63.52	68.12	65.56
其他	9.78	75.10	39.29	39.29	39.29
营业利润	649.26	490.54	1,515.15	2,353.66	3,110.17
营业外收支	34.04	382.13	170.66	170.35	169.60
利润总额	683.30	872.67	1,685.80	2,524.01	3,279.76
所得税	92.57	83.65	252.87	378.60	491.96
净利润	590.72	789.02	1,432.93	2,145.41	2,787.80
少数股东损益	6.18	156.77	284.70	426.26	553.89
归属母公司净利润	584.54	632.26	1,148.23	1,719.15	2,233.91
EBITDA	2,116.51	3,036.15	4,069.45	5,217.03	6,311.14
EPS(当年)(元)	0.22	0.23	0.41	0.62	0.80

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,051.75	1,707.71	4,197.92	5,556.00	6,623.53
净利润	590.72	789.02	1,432.93	2,145.41	2,787.80
折旧摊销	970.47	1,482.09	1,924.79	2,142.23	2,452.52
财务费用	462.74	681.38	458.86	550.78	578.85
投资损失	-75.81	-65.03	-63.52	-68.12	-65.56
营运资金变动	-892.88	-977.01	306.03	597.98	595.87
其它	-3.49	-202.75	138.84	187.72	274.05
投资活动现金流	-4,787.97	-5,758.64	-5,320.03	-5,356.00	-6,426.73
资本支出	-3,884.09	-5,263.18	-5,383.55	-5,424.13	-6,492.29
长期投资	312.06	495.11	63.52	68.12	65.56
其他	-1,215.94	-990.57	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	5,281.27	3,081.49	957.58	649.22	221.15
吸收投资	902.55	1,442.39	0.00	0.00	0.00
借款	2,232.78	2,634.52	1,500.00	1,200.00	800.00
支付利息或股息	511.50	772.88	542.42	550.78	578.85
现金流净增加额	1,424.41	-919.88	-164.52	849.21	417.95

研究团队简介

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。