



中环股份(002129.SZ)

【联讯电新公司点评】中环股份(002129):非公开发行助力大硅片扩产顺利实施

2019年01月08日

事项:

买入(维持)

当前价: 7.59元

目标价: 9元

分析师: 韩晨, CFA

执业编号: S0300518070003

电话: 021-51759955

邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 夏春秋, CFA

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51782230

邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

相关研究

《【联讯电新中报点评】中环股份(002129):费用上升影响利润增速,期待大硅片贡献业绩》2018-08-24

《【联讯电新公司深度】中环股份(一):续写光伏梦,打造中环“芯”》2018-11-30

公司发布公告,第五届董事会第十九次会议审议通过《关于公司2019年非公开发行A股股票方案的议案》。公司本次非公开发行股票的数量不超过本次发行前总股本的20%,即557,031,294股(含本数),拟募集资金总额不超过人民币50亿元。其中,拟投入45亿元用于宜兴8-12英寸半导体硅片项目,其余5亿元用于补流。

评论:

◇ 加码半导体硅片,丰富产品结构

本次募投项目投产后,8英寸硅片产能将进一步增加,12英寸硅片将实现量产。公司大直径区熔硅单晶技术已经实现产业化,8英寸区熔硅片实现量产。内蒙地区建立了8-12英寸半导体直拉单晶研发、制造中心扩充大直径直拉单晶产能,12英寸晶体部分进入工艺评价阶段。天津地区建立半导体材料研发、制造中心,无锡地区建立8-12英寸集成电路级抛光片制造中心。天津地区8英寸30万片/月产能已于三季度达产,2019年无锡8英寸75万片/月产能将逐步释放。12英寸试验线将在2018年底投产。

◇ 优化公司资本结构,降低财务风险

半导体行业属于资金密集型行业,随着近年来切入半导体大硅片领域,公司对资金需求加大。公司2018Q3资产负债率59.3%,为近三年新高。本次发行完成后,公司资产负债率将有所下降,财务结构将更加稳健。同时,本次发行完成后,公司总股本将增加不超过557,031,294股,公司现控股股东中环集团将持有中环股份不低于767,225,207股,占公司总股本的比例不低于22.96%,仍为公司的控股股东。本次发行不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

◇ 光伏行业政策具备可持续性,看好行业长期发展

新能源清洁替代的目标不变,“5.31”新政之后光伏产业链受到较大打击,硅料、硅片及组件的价格都有30%左右的降幅。“11.2”能源局会议提出大幅提高“十三五”规划目标至250GW(甚至达到270GW),并且年底前出台2019年的光伏行业相关政策。国家支持民营企业发展的决心坚定,而光伏行业又是民营企业集中,符合国家发展战略的领域,前景向好。

◇ 盈利预测

预计2018-2020年营收分别为131.5亿元、166.1亿元和200.6亿元;归母净利润分别为6.2亿元、10.4亿元和14.3亿元,EPS分别为0.22元、0.37元和0.51元,对应PE为29.4X、17.6X和12.8X,考虑到公司在太阳能单晶领域的龙头地位以及在半导体硅片领域的先发优势,给予目标价9元,对应2019年市盈率24X,维持“买入”评级。

◇ 风险提示



光伏产业链价格进一步下跌的风险；半导体硅片产能释放不及预期的风险；未来大硅片价格下降的风险。

图表1： 中环股份收入拆分

| 营收 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源材料 | 42.5 | 58.9 | 85.8 | 118.3 | 132.7 | 134.6 |
| 半导体材料 | 4.6 | 5.2 | 5.8 | 8.1 | 27.4 | 44.1 |
| 电力 | 0.2 | 1.6 | 2.1 | 2.8 | 3.5 | 4.2 |
| 半导体器件 | 2.0 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 其他 | 1.0 | 0.9 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | 1.2 |
| 合计 | 50.3 | 67.8 | 96.4 | 131.5 | 166.1 | 185.2 |
| | | | | | | |
| 净利润 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 新能源材料 | 1.7 | 3.4 | 4.9 | 5.2 | 5.9 | 6.0 |
| 半导体材料 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 1.5 | 2.0 |
| 电力 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 半导体器件 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 硅料 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.3 | 4.5 |
| 其他 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 合计 | 2.0 | 4.0 | 5.8 | 6.2 | 10.4 | 13.3 |
| | | | | | | |
| 毛利率 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 新能源材料 | 14.4% | 12.5% | 18.7% | 18.5% | 19.0% | 19.0% |
| 半导体材料 | 23.3% | 15.3% | 23.6% | 27.8% | 28.1% | 28.0% |
| 电力 | 65.7% | 61.7% | 62.8% | 64.5% | 65.1% | 64.5% |
| | | | | | | |
| 净利率 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 新能源材料 | 3.9% | 5.7% | 5.7% | 5.5% | 6.2% | 6.2% |
| 半导体材料 | 5.5% | 5.9% | 7.0% | 7.8% | 8.0% | 7.0% |
| 电力 | 17.0% | 16.0% | 17.0% | 17.0% | 17.0% | 16.5% |

资料来源：联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 11,290 | 11,515 | 11,746 | 11,981 | 经营活动现金流 | 1,052 | 1,438 | 1,637 | 1,526 |
| 现金 | 6,001 | 2,423 | 1,225 | 1,118 | 净利润 | 581 | 753 | 1,272 | 1,662 |
| 应收账款 | 1,354 | 1,395 | 1,451 | 1,509 | 折旧摊销 | 970 | 980 | 990 | 1,000 |
| 其它应收款 | 89 | 91 | 95 | 99 | 财务费用 | 439 | 500 | 664 | 802 |
| 预付账款 | 670 | 691 | 718 | 747 | 投资损失 | -76 | -80 | -84 | -84 |
| 存货 | 1,649 | 1,698 | 1,766 | 1,837 | 营运资金变动 | 1,727 | -81 | -191 | -203 |
| 其他 | 1,527 | 5,218 | 6,491 | 6,672 | 其它 | -2,590 | -634 | -1,015 | -1,650 |
| 非流动资产 | 19,717 | 21,097 | 22,574 | 24,154 | 投资活动现金流 | -4,788 | -3,658 | -1,567 | -829 |
| 长期投资 | 1,240 | 1,364 | 1,500 | 1,650 | 资本支出 | 3,884 | 4,467 | 5,137 | 5,907 |
| 固定资产 | 11,444 | 12,016 | 12,617 | 13,247 | 长期投资 | 1,240 | 1,364 | 1,500 | 1,650 |
| 无形资产 | 816 | 824 | 832 | 840 | 其他 | -9,912 | -9,489 | -8,204 | -8,387 |
| 其他 | 6,218 | 6,894 | 7,625 | 8,416 | 筹资活动现金流 | 5,281 | -1,358 | -1,268 | -804 |
| 资产总计 | 31,007 | 32,613 | 34,320 | 36,135 | 短期借款 | 4,065 | 4,187 | 4,355 | 4,529 |
| 流动负债 | 10,228 | 10,535 | 10,957 | 11,395 | 长期借款 | 4,166 | 4,999 | 5,999 | 7,199 |
| 短期借款 | 4,065 | 4,187 | 4,355 | 4,529 | 其他 | -2,950 | -10,544 | -11,621 | -12,531 |
| 应付账款 | 2,032 | 2,093 | 2,177 | 2,264 | 现金净增加额 | 1,545 | -3,578 | -1,198 | -107 |
| 其他 | 4,131 | 4,255 | 4,426 | 4,603 | | | | | |
| 非流动负债 | 7,779 | 7,857 | 7,936 | 8,015 | 主要财务比率 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 长期借款 | 4,166 | 4,999 | 5,999 | 7,199 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 3,613 | 2,858 | 1,937 | 816 | 营业收入 | 42.17% | 36.35% | 26.31% | 20.77% |
| 负债合计 | 18,008 | 18,392 | 18,892 | 19,410 | 营业利润 | 69.97% | 43.23% | 62.33% | 29.65% |
| 少数股东权益 | 1,196 | 1,208 | 1,220 | 1,232 | 归属母公司净利润 | 42.97% | 8.40% | 67.30% | 37.37% |
| 归属母公司股东权益 | 11,803 | 13,012 | 14,207 | 15,492 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 31,007 | 32,613 | 34,320 | 36,135 | 毛利率 | 19.89% | 19.00% | 20.00% | 20.00% |
| | | | | | 净利率 | 5.96% | 4.74% | 6.28% | 7.14% |
| 利润表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | ROE | 4.91% | 5.53% | 8.58% | 10.34% |
| 营业收入 | 9,644 | 13,150 | 16,610 | 20,060 | ROIC | | | | |
| 营业成本 | 7,726 | 10,652 | 13,288 | 16,048 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 40 | 43 | 47 | 49 | 资产负债率 | 58.08% | 56.40% | 55.05% | 53.72% |
| 营业费用 | 109 | 132 | 183 | 221 | 流动比率 | 1.10 | 1.09 | 1.07 | 1.05 |
| 管理费用 | 726 | 947 | 1,254 | 1,490 | 速动比率 | 0.94 | 0.93 | 0.91 | 0.89 |
| 财务费用 | 439 | 500 | 664 | 802 | | | | | |
| 资产减值损失 | 41 | 41 | 42 | 42 | 营运能力 | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.41 | 0.50 | 0.57 |
| 投资净收益 | 76 | 80 | 354 | 520 | 应收账款周转率 | 8.29 | 9.57 | 11.67 | 13.56 |
| 营业利润 | 639 | 916 | 1,487 | 1,928 | 应付账款周转率 | 4.50 | 5.16 | 6.22 | 7.23 |
| 营业外收入 | 37 | 38 | 38 | 39 | 每股指标(元) | | | | |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 | 每股收益 | 0.22 | 0.22 | 0.37 | 0.51 |
| 利润总额 | 674 | 950 | 1,522 | 1,963 | 每股经营现金 | 0.40 | 0.52 | 0.59 | 0.55 |
| 所得税 | 93 | 197 | 249 | 301 | 每股净资产 | 4.92 | 5.11 | 5.54 | 6.00 |
| 净利润 | 581 | 753 | 1,272 | 1,662 | 估值比率 | | | | |
| 少数股东损益 | 6 | 130 | 230 | 230 | P/E | 52.86 | 29.37 | 17.55 | 12.78 |
| 归属母公司净利润 | 575 | 623 | 1,042 | 1,432 | P/B | 2.34 | 1.29 | 1.19 | 1.09 |
| EBITDA | 1,973 | 1,896 | 2,477 | 2,928 | EV/EBITDA | 21.49 | 18.07 | 14.52 | 12.50 |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋，美国德州农工大学经济学硕士，2016年8月加入联讯证券研究院，现任电力设备与新能源行业研究员。证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com