

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**中环股份 (002129)**

跟踪点评

**买入**

(维持评级)

2019 年 06 月 24 日

## 股权激励进展超预期，进一步改善治理结构

**证券分析师：方重寅**

fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030002

**联系人：李恒源**

lihengyuan@guosen.com.cn

### 事项：

2019 年 6 月 20 日公司公告，公司高管已签订资管合同以实施 2018 年度激励基金提取与分配及 2019 年员工持股计划。公司董事长、总经理沈浩平先生未包含在激励对象范围内，而作为公司董事长、总经理，沈浩平先生拟全部以个人出资方式持有公司股票，计划自本公告日起未来六个月内，以自有资金通过深交所交易系统买入公司股票。

**国信观点：**公司高管已签订资管合同以实施 2018 年度激励基金提取与分配及 2019 年员工持股计划，且作为公司董事长、总经理，沈浩平先生拟全部以个人出资方式持有公司股票，股权激励进展超预期。作为天津第一家股权激励的国企，员工持股计划有助于实现公司、股东和员工利益的一致性，并进一步改善公司治理结构，董事长个人出资增持，彰显管理层对公司经营前景拥有信心。

光伏行业随平价时代到来将逐步摆脱政策波动影响，公司作为全球硅片龙头，将持续受益下游需求爆发及行业集中度提高；同时，公司目前为国内半导体硅片龙头，自主可控大时代背景下，预计公司半导体硅片认证将得以加速，并持续受益公司 8 英寸及 12 英寸硅片产能投产释放。综合相对估值与绝对估值。公司估值相对行业已被低估，估值上修的空间和弹性较大，我们认为公司合理估值区间为 11.08-13.07 元/股，距当前股价具有 14.50%-35.00% 的潜在升幅空间，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

### 评论：

#### ■ 股权激励进展超预期，高管核心员工签订资管计划，董事长将以自有资金增持

根据公司最新员工持股计划：2019 年 6 月 11 日，公司公告《关于 2018 年度激励基金提取与分配方案的补充公告》，参加本次员工持股计划的员工总人数不超过 459 人，其中董事、监事、高级管理人员 8 人，其他员工不超过 451 人，本员工持股计划参与的资产管理计划激励基金提取为 1,283.91 万元，且规定未来视业绩完成情况，可加大提取激励占比。

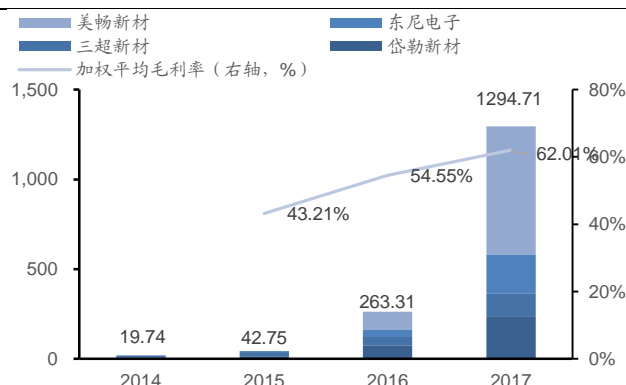
2019 年 6 月 20 日公告，公司高管已签订资管合同以实施 2018 年度激励基金提取与分配及 2019 年员工持股计划，且作为公司董事长、总经理，沈浩平先生拟全部以个人出资方式持有公司股票，股权激励进展超预期。作为天津第一家股权激励的国企，员工持股计划有助于实现公司、股东和员工利益的一致性，并进一步改善公司治理结构，董事长个人出资增持，彰显管理层对公司经营前景拥有信心。

#### ■ 光伏产业链硅片环节格局最优，中环预期差最大

**中环 CFZ 技术优势领先，双寡头毛利率水平日益趋近。**公司凭借多年的半导体硅片技术积累，以领先技术优势进入太阳能硅片环节。与隆基股份采用的 RCZ 技术路线不同，公司采用专利技术 CFZ，自有的区熔生长技术克服了业内普遍采用的直拉法和区熔法的固有缺陷，拉晶界面稳定，功耗较低，提高了产品光电转换效率和产品质量，在高端应用场景中具有明显的竞争优势。公司目前在高效 N 型硅片 and 传统 P 型硅片市场中都保持了领先的技术水平和市场占有率。

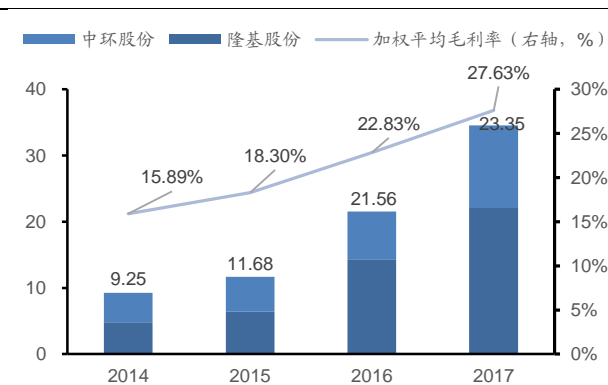
15-17 年金刚线销量年化增长率为 450.3%。截止到 2018 年 12 月,金刚石线在单晶硅片领域的渗透率已超过 90%,在多晶硅片领域的渗透率已超过 50%,领先单晶硅片商依靠此轮硅片环节技术红利,在 16、17 年迅速扩产抢占市场份额,同样实现量利齐升。其中,2013 年隆基股份最早实现金刚线的全面量产,从 2014 年一季度开始隆基的金刚线投资开始盈亏平衡,其后带来了成本的大幅下降,和中环毛利率差距被拉大。但近两年中环也开始加大金刚线的投入,2017 年中环和隆基毛利率差距有所缩小,2018 年公司毛利率水平与隆基相差显著缩小

图 1: 国内金刚线制造商销量及毛利率(单位: 万千米, %)



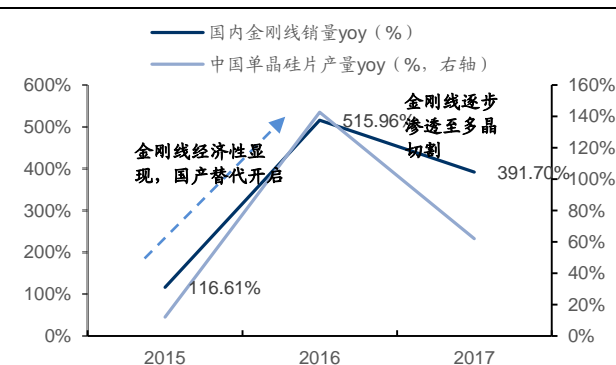
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 主要单晶硅片商产量及毛利率(单位: 亿片, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

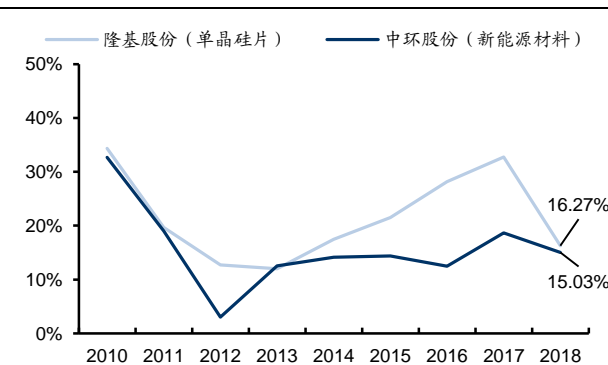
图 3: 中国单晶硅片产量与金刚线销量增速对比



资料来源: WIND、CPIA、国信证券经济研究所整理

注: 国内金刚线厂商为杨凌美畅、东尼电子、三超新材、岱勒新材

图 4: 隆基中环毛利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 股权激励超预期落地, 维持“买入”的投资评级

公司为全球光伏硅片环节的寡头及国内半导体硅片第一梯队龙头。基于以上分析, 我们选取了二级市场上与中环股份业务具备相似性的公司作为相对估值比较的基础, 对比可得中环估值略高于光伏行业平均水平; 而在半导体行业, 公司估值远低于行业水平。按各行业平均市盈率估值, 以估值模型中 19 年 EPS 为 0.34 元/股计算, 采用分部估值法, 其中光伏部分占比 8/12, 半导体部分占比 4/12, 则公司合理估值在 11.08 元/股, 仍被市场低估, 建议优先配置。

**表 1：同行业上市公司估值比较**

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	收 盘 价 (19/6/10)	总市值 ( 亿元)	EPS			PE			投资 评级
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601012.SH	隆基股份	36.24	22.71	823.06	0.93	1.14	1.49	25.91	19.92	15.24	未评级
300316.SZ	晶盛机电	12.85	12.05	154.80	0.46	0.58	0.77	25.76	20.78	15.65	未评级
	光伏对比标的 平均值							25.84	20.35	15.45	
600460.SH	士兰微	13.12	15.75	206.65	0.13	0.21	0.29	125.92	75.00	54.31	未评级
002371.SZ	北方华创	4.58	64.30	294.50	0.51	0.84	1.25	130.44	76.55	51.44	未评级
603986.SH	兆易创新	2.85	76.03	216.61	1.44	1.73	2.28	54.39	43.95	33.35	未评级
300604.SZ	长川科技	1.49	29.28	43.65	0.25	0.71	1.02	122.8	41.24	28.71	未评级
	半导体对比标的 平均值							108.39	59.18	41.95	未评级
002129.sz	中环股份	27.85	9.56	266.26	0.23	0.34	0.56	44.0	27.79	17.07	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

光伏行业随平价时代到来将逐步摆脱政策波动影响，公司作为全球硅片龙头，将持续受益下游需求爆发及行业集中度提高；同时，公司目前为国内半导体硅片龙头，自主可控大时代背景下，预计公司半导体硅片认证将得以加速，并持续受益公司 8 英寸及 12 英寸硅片产能投产释放。综合相对估值与绝对估值。公司估值相对行业已被低估，估值上修的空间和弹性较大，我们认为公司合理估值区间为 11.08-13.07 元/股，距当前股价具有 14.50%-35.00%的潜在估值空间，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

**表 2：盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,756	17,232	23,477	30,004
(+/-%)	42.6%	25.3%	36.2%	27.8%
净利润(百万元)	632	1150	1872	2602
(+/-%)	8.2%	81.8%	62.8%	39.0%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.34	0.56	0.78
EBIT Margin	11.5%	15.1%	16.0%	16.2%
净资产收益率(ROE)	4.7%	6.3%	10.3%	14.6%
市盈率(PE)	41.4	27.3	16.8	12.1
EV/EBITDA	17.5	12.9	10.6	9.5
市净率(PB)	1.96	1.72	1.73	1.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## ■ 风险提示

### 盈利预测的风险

- 第一，国内光伏政策改善不及预期，分布式、领跑者、光伏扶贫等支持力度普遍下滑；
- 第二，国内光伏补贴退坡超预期，弃光限电率居高不下；
- 第三，国家经济增速下滑带动下游用电行业不景气；
- 第四，公司硅片销售不及预期。

### 政策风险

公司所处行业是政策性非常强的行业，补贴政策直接影响国内装机总量，是光伏行业发展的重要基本面因素。而随着解决光伏行业非技术成本的问题提上日程，进而更好促进公司的国内业务，故政策层面的变动使得公司未来 2 年销售收入/利润存在高于预期或者不及预期的情况。

### 市场风险

公司为全球光伏硅片寡头、国内半导体硅片龙源，光伏及半导体硅片业务将为未来重要利润增长点。光伏行业竞争日益激烈，马太效应日益凸显。同时储能行业正处于萌芽期，资本介入速度快、强度大，进而导致行业竞争加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6740	7261	6493	7658
应收款项	3911	4900	6675	8532
存货净额	1709	2582	3321	4176
其他流动资产	1534	2164	3067	3678
<b>流动资产合计</b>	<b>13893</b>	<b>16907</b>	<b>19557</b>	<b>24043</b>
固定资产	21805	24935	27717	27793
无形资产及其他	1539	1478	1418	1357
投资性房地产	3257	3257	3257	3257
长期股权投资	2204	3168	4131	5095
<b>资产总计</b>	<b>42697</b>	<b>49744</b>	<b>56079</b>	<b>61545</b>
短期借款及交易性金融负债	8527	10232	11499	10744
应付款项	7749	6674	9364	13397
其他流动负债	938	1507	2063	2681
<b>流动负债合计</b>	<b>17214</b>	<b>18413</b>	<b>22926</b>	<b>26822</b>
长期借款及应付债券	7337	7837	9337	10837
其他长期负债	2421	2881	3341	3801
<b>长期负债合计</b>	<b>9759</b>	<b>10719</b>	<b>12678</b>	<b>14638</b>
<b>负债合计</b>	<b>26973</b>	<b>29131</b>	<b>35604</b>	<b>41460</b>
少数股东权益	2399	2376	2346	2266
股东权益	13325	18237	18128	17819
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>42697</b>	<b>49744</b>	<b>56079</b>	<b>61545</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.23	0.34	0.56	0.78
每股红利	0.28	0.37	0.59	0.87
每股净资产	4.78	5.46	5.42	5.33
ROIC	6%	7%	9%	12%
ROE	5%	6%	10%	15%
毛利率	17%	23%	23%	23%
EBIT Margin	11%	15%	16%	16%
EBITDA Margin	22%	27%	27%	26%
收入增长	43%	25%	36%	28%
净利润增长率	8%	82%	63%	39%
资产负债率	69%	63%	68%	71%
息率	3.0%	4.7%	7.6%	11.1%
P/E	41.4	27.3	16.8	12.1
P/B	2.0	1.7	1.7	1.8
EV/EBITDA	17.5	12.9	10.6	9.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13756</b>	<b>17232</b>	<b>23477</b>	<b>30004</b>
营业成本	11369	13281	18009	23192
营业税金及附加	62	78	106	135
销售费用	171	345	342	421
管理费用	577	923	1259	1404
财务费用	618	800	945	1035
投资收益	65	65	65	65
资产减值及公允价值变动	(190)	(190)	(122)	(135)
其他收入	(344)	0	0	0
营业利润	491	1681	2758	3746
营业外净收支	382	34	34	34
<b>利润总额</b>	<b>873</b>	<b>1715</b>	<b>2793</b>	<b>3780</b>
所得税费用	84	257	419	499
少数股东损益	157	308	502	679
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>632</b>	<b>1150</b>	<b>1872</b>	<b>2602</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>632</b>	<b>1150</b>	<b>1872</b>	<b>2602</b>
资产减值准备	183	70	27	8
折旧摊销	1457	2091	2549	2841
公允价值变动损失	190	190	122	135
财务费用	618	800	945	1035
营运资本变动	2711	(2470)	316	1798
其它	(217)	(93)	(56)	(89)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4955</b>	<b>936</b>	<b>4829</b>	<b>7296</b>
资本开支	(7984)	(5419)	(5419)	(3001)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8948)</b>	<b>(6383)</b>	<b>(6383)</b>	<b>(3965)</b>
权益性融资	1442	5000	0	0
负债净变化	1712	500	1500	1500
支付股利、利息	(773)	(1237)	(1981)	(2912)
其它融资现金流	1410	1705	1267	(755)
<b>融资活动现金流</b>	<b>4731</b>	<b>5968</b>	<b>786</b>	<b>(2167)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>739</b>	<b>521</b>	<b>(767)</b>	<b>1164</b>
货币资金的期初余额	6001	6740	7261	6493
货币资金的期末余额	6740	7261	6493	7658
企业自由现金流	(2390)	(3584)	642	5850
权益自由现金流	732	(2059)	2605	5696

## 相关研究报告

《中环股份-002129-公司深度报告：光伏硅片寡头，致力于半导体硅片自主可控》——2019-06-11

《中环股份：收购环欧资产增厚公司业绩》——2008-02-01

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032