

电气设备

2019年10月29日

中环股份 (002129)

——业绩符合申万宏源预期，盈利能力持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

| 市场数据： 2019年10月28日 | |
|-------------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 11.7 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.72/5.7 |
| 市净率 | 2.3 |
| 息率(分红/股价) | 0.26 |
| 流通A股市值(百万元) | 31394 |
| 上证指数/深证成指 | 2980.05/9801.87 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2019年09月30日 | |
|-------------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 4.99 |
| 资产负债率% | 61.32 |
| 总股本/流通A股(百万) | 2785/2683 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
郑嘉伟 A0230518010002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

研究支持

张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

联系人

刘爽
(8621)23297818×转
liushuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司于 2019 年 10 月 28 日发布第三季度报告。公司前三季度实现营收 120.16 亿元，同比增长 29.82%，实现归母净利润 7.02 亿元，同比增长 64.84%；公司第三季度实现营收 40.74 亿元，同比增长 45.8%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 98.60%。

投资要点：

- 业绩符合申万宏源预期，低基数下归母净利润大幅增长。**2019 年一季度、二季度公司归母净利润增速分别为 50.15%和 51.08%。第三季度公司业绩增速大幅提升至 98.60%，一方面得益于产销规模和盈利能力的持续提高，另一方面也由于 2018 年三季度公司业绩受政策变动影响较大，当期基数偏低（归母净利润为 1.26 亿元），2019 年前三季度公司经营性现金流净额为 4.80 亿元，同比增长 50.01%。现金流增速低于净利润增速，主要原因是随着公司销售规模的增长，国内业务票据结算增加所致。
- 期间费用率显著下降，盈利能力持续提升。**2019 年前三季度，公司进行了严格的成本费用控制和精益化管理，叠加光伏、半导体优势产能的持续释放，整体经营成本明显降低。前三季度公司单晶硅片市场份额不断扩大，议价能力得到增强，盈利能力持续提高。前三季度公司销售毛利率为 18.48%，较 2018 年的 17.35%提高 1.13 个百分点；期间费用率为 10.7%，较 2018 年的 12.98%低 2.28 个百分点；销售净利率为 8.09%，较 2018 年的 5.74%高出 2.35%，创下 2012 年以来的峰值。
- 叠瓦知识产权进一步巩固，公司加速产业链下游布局。**公司子公司环晟光伏（江苏）有限公司是国内唯一取得 SunPower 高效叠瓦组件技术合法知识产权许可授权的制造商，专注高效叠瓦组件制造。在 2019 年 8 月至 10 月期间，SunPower 高效叠瓦组件相关技术在中国、欧洲、日本新取得了 4 项发明专利，有利于环晟公司进一步开展叠瓦组件的合法知识产权维护，保障差异化竞争优势。公司近期拟使用部分募集资金向国电光伏在不超过 1.06 亿元的额度范围内提供借款，用于国电光伏厂房及公辅设施的修复与维护等。随着该项目进一步推动，公司产业链下游布局有望加速。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：**公司是半导体材料国家队，肩负大硅片国产化历史重任，光伏单晶硅片龙头地位稳固。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 11.53、15.01、19.95 亿元，对应的 EPS 分别为 0.41、0.54 和 0.72 元/股。目前股价对应 PE 分别为 29、22 和 16 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**半导体客户开拓不达预期；光伏需求不达预期。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 19Q1-Q3 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 13,756 | 12,016 | 16,646 | 24,750 | 31,173 |
| 同比增长率(%) | 42.6 | 29.8 | 21.0 | 48.7 | 26.0 |
| 归母净利润(百万元) | 632 | 702 | 1,153 | 1,501 | 1,995 |
| 同比增长率(%) | 8.2 | 64.8 | 82.4 | 30.1 | 32.9 |
| 每股收益(元/股) | 0.23 | 0.25 | 0.41 | 0.54 | 0.72 |
| 毛利率(%) | 17.4 | 18.5 | 19.1 | 18.4 | 19.2 |
| ROE(%) | 4.7 | 5.1 | 8.4 | 9.9 | 11.6 |
| 市盈率 | 52 | | 29 | 22 | 16 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：利润表（单位：百万元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 6,783 | 9,644 | 13,756 | 16,646 | 24,750 | 31,173 |
| 其中：营业收入 | 6,783 | 9,644 | 13,756 | 16,646 | 24,750 | 31,173 |
| 其他类金融业务收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 二、营业总成本 | 6,457 | 9,081 | 13,405 | 15,342 | 22,913 | 28,539 |
| 其中：营业成本 | 5,841 | 7,726 | 11,369 | 13,471 | 20,192 | 25,190 |
| 其他类金融业务成本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税金及附加 | 22 | 40 | 62 | 83 | 124 | 156 |
| 销售费用 | 81 | 109 | 171 | 200 | 297 | 374 |
| 管理费用 | 354 | 350 | 577 | 533 | 792 | 998 |
| 研发费用 | 0 | 376 | 419 | 383 | 681 | 798 |
| 财务费用 | 92 | 439 | 618 | 646 | 814 | 1,011 |
| 资产减值损失 | 67 | 41 | 190 | 1 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | 26 | 14 | 13 |
| 加：其他收益 | 0 | 10 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 投资收益 | 50 | 76 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 汇兑收益及其他 | -0 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 376 | 649 | 491 | 1,444 | 1,976 | 2,774 |
| 加：营业外收入 | 100 | 37 | 390 | 81 | 34 | 43 |
| 减：营业外支出 | 4 | 3 | 8 | 0 | 0 | 6 |
| 四、利润总额 | 472 | 683 | 873 | 1,525 | 2,011 | 2,810 |
| 减：所得税 | 68 | 93 | 84 | 152 | 202 | 286 |
| 五、净利润 | 404 | 591 | 789 | 1,373 | 1,808 | 2,525 |
| 持续经营净利润 | 404 | 591 | 789 | 1,373 | 1,808 | 2,525 |
| 终止经营净利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 2 | 6 | 157 | 220 | 307 | 530 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 402 | 585 | 632 | 1,153 | 1,501 | 1,995 |
| 六、其他综合收益的税后净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 七、综合收益总额 | 404 | 591 | 789 | 1,373 | 1,808 | 2,525 |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 402 | 585 | 632 | 1,153 | 1,501 | 1,995 |
| 八、基本每股收益 | 0.15 | n.a. | 0.23 | 0.41 | 0.54 | 0.72 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.14 | 0.21 | 0.23 | 0.41 | 0.54 | 0.72 |

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swhysc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swhysc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swhysc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。