

投资评级：买入(维持)

中环股份(002129)

业绩增长稳健，光伏+半导体成长可期

市场数据 2019-10-28

收盘价(元)	11.70
一年内最低/最高(元)	5.33/13.72
市盈率	42.5
市净率	2.58

基础数据

净资产收益率(%)	5.06
资产负债率(%)	63.2
总股本(亿股)	27.85

最近12月股价走势



联系信息

龚斯闻	分析师
SAC 证书编号: S0160518050001	021-68592229
gsw@ctsec.com	
周森顺	联系人
zhoums@ctsec.com	021-68592219
付正浩	联系人
fuzhenghao@ctsec.com	021-68592272

相关报告

1 《中环股份(002129):光伏+半导体双轮驱动,发展潜力巨大》 2019-08-23

事件: 公司发布2019年三季报:1-9月实现营业收入120.2亿元,同比增长29.8%;归母净利润7.0亿元,同比增长64.8%。

● 单晶硅片需求持续景气,三季度业绩增长迅猛

公司Q3单季度实现营业收入40.7亿元,同比增长45.8%,实现归母净利润2.5亿元,同比增长98.6%。公司业绩增速亮眼,主要受益于光伏行业单晶硅片需求持续向好,公司作为单晶硅片双寡头之一,显著受益此轮行业景气。公司8月发布“夸父”系列M12大尺寸光伏单晶硅片,相较于M2面积增加80.5%,理论测算将降低度电成本6%以上,大幅提高电池片和组件制造环节生产效率。公司已联动多家电池片与组件厂商进行试验生产,预计将于2020Q1正式启动产线。公司中环五期25GW项目预计将主要投向该大尺寸硅片产线。目前公司通过技改已将单晶硅片产能由18年末的25GW提升至30GW,叠加中环五期项目建设,将逐步形成55GW的硅片产能。我们认为,随着国内光伏装机高峰临近,叠加海外市场持续向好,市场需求火热将支撑单晶硅片价格继续坚挺,公司业绩有望持续保持稳健增长态势。

● 盈利能力稳步提升,控费能力短期承压

公司2019Q3单季度毛利率为20.5%(同比+3.5pct,环比+1.7pct),盈利能力稳步提升,主要受益于公司精细化管理提升,成本管控良好,有效降低经营成本。2019Q3三费率合计12.5%(同比+1.4pct,环比+2.7pct),控费能力短期承压。单季度销售费用率1.0%(同比-0.4pct),管理费用率3.9%(同比+0.8pct),研发费用率2.0%(同比-1.0pct),财务费用率5.6%(同比+2.1pct),系本期投资规模增长,贷款增加所致。

● 半导体业务进展顺利,受益国产替代成长空间广阔

公司在半导体大硅片方面技术积淀深厚,已成为国内半导体硅片龙头企业。公司8寸硅片工艺成熟,天津工厂30万片/月产线全面满产;12寸硅片技术领先,客户认证进度良好。公司非公开发行股票申请获证监会核准批复,拟募资50亿元建设75万片/月8英寸和15万片/月12英寸半导体硅片产能。宜兴工厂8英寸硅片项目已于9月正式投产,12英寸硅片项目预计Q4实现设备搬入,2020Q1开始投产。公司半导体业务进展顺利,有望深度受益国产替代,成为公司业绩增长新动能。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2019~2021年EPS分别为0.41元、0.62元、0.83元,对应PE分别为28.0倍、18.2倍、13.7倍。维持公司“买入”评级。

风险提示: 光伏装机不及预期;产能投放不及预期;产业链价格波动。

表 1:公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	9,644	13,756	17,896	24,106	31,892
增长率	42.2%	42.6%	30.1%	34.7%	32.3%
归属母公司股东净利润(百万)	585	632	1,131	1,737	2,309
增长率	45.4%	8.2%	78.8%	53.6%	32.9%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.41	0.62	0.83
市盈率(倍)	54.1	50.0	28.0	18.2	13.7

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,644	13,756	17,896	24,106	31,892	成长性					
减: 营业成本	7,726	11,369	14,299	19,020	25,163	营业收入增长率	42.2%	42.6%	30.1%	34.7%	32.3%
营业税费	40	62	72	96	128	营业利润增长率	72.6%	-24.4%	208.2%	56.8%	34.2%
销售费用	109	171	215	289	383	净利润增长率	45.4%	8.2%	78.8%	53.6%	32.9%
管理费用	726	577	1,020	1,374	1,818	EBITDA 增长率	79.6%	42.7%	37.2%	38.8%	28.1%
财务费用	439	618	859	1,077	1,331	EBIT 增长率	130.4%	34.7%	63.2%	45.4%	30.9%
资产减值损失	41	190	50	60	70	NOPLAT 增长率	134.9%	6.5%	104.4%	45.2%	30.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.0%	30.3%	29.8%	6.9%	8.7%
投资和汇兑收益	76	65	130	180	180	净资产增长率	22.0%	21.0%	2.4%	12.2%	14.4%
营业利润	649	491	1,512	2,370	3,180	利润率					
加: 营业外净收支	34	382	120	140	160	毛利率	19.9%	17.4%	20.1%	21.1%	21.1%
利润总额	683	873	1,632	2,510	3,340	营业利润率	6.7%	3.6%	8.4%	9.8%	10.0%
减: 所得税	93	84	222	344	461	净利润率	6.1%	4.6%	6.3%	7.2%	7.2%
净利润	585	632	1,131	1,737	2,309	EBITDA/营业收入	21.1%	21.2%	22.3%	23.0%	22.3%
						EBIT/营业收入	11.2%	10.6%	13.2%	14.3%	14.1%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	6,001	6,740	3,758	5,062	6,697	固定资产周转天数	353	375	370	311	263
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	30	-3	5	5	-1
应收帐款	1,443	2,721	2,630	4,282	5,164	流动资产周转天数	365	330	257	214	211
应收票据	704	1,068	604	1,985	1,520	应收帐款周转天数	47	54	54	52	53
预付帐款	670	726	801	1,371	1,513	存货周转天数	58	44	48	49	46
存货	1,649	1,709	3,058	3,458	4,688	总资产周转天数	1,008	964	868	717	629
其他流动资产	823	929	767	839	845	投资资本周转天数	558	504	504	437	356
可供出售金融资产	-	141	47	63	84	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.0%	4.7%	8.4%	11.6%	13.6%
长期股权投资	1,240	2,204	2,278	2,360	2,455	ROA	1.9%	1.8%	3.2%	4.1%	4.9%
投资性房地产	249	1,162	1,162	1,162	1,162	ROIC	7.1%	6.0%	9.4%	10.5%	12.9%
固定资产	11,444	17,226	19,516	22,115	24,450	费用率					
在建工程	3,666	4,579	5,277	5,809	6,524	销售费用率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	816	1,539	1,782	2,040	2,289	管理费用率	7.5%	4.2%	5.7%	5.7%	5.7%
其他非流动资产	2,303	1,953	1,971	1,875	1,715	财务费用率	4.6%	4.5%	4.8%	4.5%	4.2%
资产总额	31,007	42,697	43,650	52,421	59,106	三费/营业收入	13.2%	9.9%	11.7%	11.4%	11.1%
短期债务	4,065	3,954	9,101	9,787	11,126	偿债能力					
应付帐款	2,450	4,488	2,760	7,540	6,372	资产负债率	58.1%	63.2%	62.0%	66.3%	63.8%
应付票据	990	3,261	2,532	4,470	5,153	负债权益比	138.5%	171.5%	163.0%	196.6%	176.4%
其他流动负债	2,723	5,512	3,246	4,453	4,584	流动比率	1.10	0.81	0.66	0.65	0.75
长期借款	4,166	5,878	5,858	5,868	5,888	速动比率	0.94	0.71	0.49	0.52	0.58
其他非流动负债	3,613	3,880	2,755	3,416	3,351	利息保障倍数	2.46	2.35	2.76	3.20	3.39
负债总额	18,008	26,973	26,253	35,535	36,475	分红指标					
少数股东权益	1,196	2,399	2,678	3,107	3,677	DPS(元)	0.02	0.03	0.06	0.08	0.11
股本	2,644	2,785	2,785	2,785	2,785	分红比率	9.0%	13.2%	14.0%	12.1%	13.1%
留存收益	8,388	9,765	10,643	12,186	14,214	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%
股东权益	12,999	15,724	16,107	18,078	20,676	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.21	0.23	0.41	0.62	0.83
净利润	591	789	1,131	1,737	2,309	BVPS(元)	4.24	4.78	4.82	5.38	6.10
加: 折旧和摊销	970	1,482	1,620	2,091	2,585	PE(X)	54.1	50.0	28.0	18.2	13.7
资产减值准备	7	190	50	60	70	PB(X)	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-301.6	-52.0	-9.0	8.9	-17.2
财务费用	463	681	859	1,077	1,331	P/S	3.3	2.3	1.8	1.3	1.0
投资收益	-76	-65	-130	-180	-180	EV/EBITDA	17.2	13.8	11.7	8.5	6.7
少数股东损益	6	157	279	429	570	CAGR(%)	54.2%	54.0%	51.7%	54.2%	54.0%
营运资金的变动	761	-274	-4,656	3,939	-2,423	PEG	1.0	0.9	0.5	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	1,052	1,708	-847	9,153	4,262	ROIC/WACC	0.8	0.7	1.0	1.2	1.4
投资活动产生现金流量	-4,788	-5,759	-4,676	-5,377	-5,794	REP	2.7	2.8	1.6	1.3	1.0
融资活动产生现金流量	5,281	3,081	2,542	-2,473	3,167						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。