

## 中环五期中标出炉，公司为第一中标候选人

买入|维持

——关于中环发布五期第一批项目中标候选人公示

### 事件:

2019年10月31日，公司发布成为第一中标候选人公示公告。中环协鑫发布可再生能源太阳能电池用单晶硅材料产业化工程五期项目第一批设备采购第一包、第二包、第三包中标候选人公示，公司为第一中标候选人。合计中标金额：142,470万元，交货周期为合同签订后210天。

### ● 公司为第一中标候选人，中标金额约占去年营收的56%

2019年10月8日，中环协鑫发布五期项目第一批设备采购招标。该批次设备采购招标计划总投资为15.09亿元，产能目标为9959MW/年，共分三个标段。其中，第一标段计划采购全自动晶体生长炉，投资额为12.60亿元；第二标段计划采购单晶硅棒切磨加工一体机装置，投资额为2.30亿元；第三标段计划采购单晶硅棒截断机，投资额为1900万元。中标候选人结果公示显示，公司为第一中标候选人，合计中标金额为14.2470亿元，占总招标金额比例接近100%。本次合计中标金额约占2018年营业总收入的56.19%，预计设备的交付在明年上半年可以完成。

### ● 光伏硅片行业扩产正当时，大硅片项目预计将快速推进

此次招标对应中环五期近10GW规划(总规划25GW)。今年上半年，中环、晶科、上机数控分别宣布硅片扩产计划25GW、25GW、5GW，总规模超过上一轮扩产。公司作为光伏单晶炉国内龙头提供商，覆盖国内接近90%的高端客户，目前正受益于本轮扩产的推进。今年以来，公司已与晶科签订、上机数控分别签订12.48亿元、5.54亿元的单晶炉及配套设备。公司多年来一直是中环股份稳定的单晶炉提供商，本次与中环中标落地，将对公司未来两年业绩形成一定贡献。同时根据中环规划，2020年大硅片M12产出规划将达16GW，因此预计中环五期将持续快速推动，公司作为上游设备提供商将直接受益。

### ● 投资建议与盈利预测

预计公司2019-2021年将实现营业收入28.11/34.08/39.11亿元，实现归母净利润6.74/9.62/11.76亿元，对应目前的P/E 23/16/13。考虑到未来公司半导体业务占比有望增长，估值可进一步提升。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

全球宏观经济下行，光伏行业发展不及预期；国内半导体行业发展不及预期；原材料价格大幅上涨。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1949	2536	2811	3408	3911
收入同比(%)	79	30	11	21	15
归母净利润(百万元)	387	582	674	962	1176
归母净利润同比(%)	90	51	16	43	22
ROE(%)	10.8	14.3	14.5	17.6	18.0
每股收益(元)	0.30	0.45	0.52	0.75	0.92
市盈率(P/E)	40.80	27.10	23.41	16.41	13.42

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：14.70元/18.67元

目标期限：6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：16.3/9.23

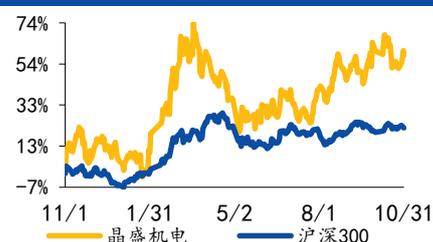
A股流通股(百万股)：1203.94

A股总股本(百万股)：1284.49

流通市值(百万元)：17697.90

总市值(百万元)：18881.99

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司点评-晶盛机电(300316)：季报业绩亮眼，盈利拐点确认》2019.10.29

《国元证券公司点评-晶盛机电(300316)：业绩拐点得以验证，发展稳定向好》2019.10.15

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 王希

电话 021-51097188-1930

邮箱 wangxi@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4713	4427	5266	6511	7627
现金	804	556	791	1124	1943
应收账款	866	910	1090	1253	1397
其他应收款	16	27	23	31	37
预付账款	88	114	121	140	158
存货	1045	1451	1286	1638	1843
其他流动资产	1894	1368	1955	2326	2251
<b>非流动资产</b>	1304	1908	1954	1998	2022
长期投资	0	263	270	300	320
固定资产	645	980	1017	1031	1027
无形资产	154	217	232	253	284
其他非流动资产	504	448	435	414	391
<b>资产总计</b>	6016	6335	7220	8509	9650
<b>流动负债</b>	2245	2038	2332	2764	2831
短期借款	76	83	308	0	0
应付账款	1066	1230	1075	1477	1588
其他流动负债	1103	725	948	1286	1242
<b>非流动负债</b>	71	66	65	66	66
长期借款	42	39	39	39	39
其他非流动负债	29	27	26	27	27
<b>负债合计</b>	2316	2104	2397	2830	2896
少数股东权益	131	173	189	211	238
股本	985	1285	1285	1285	1285
资本公积	1542	1269	1269	1269	1269
留存收益	1051	1535	2081	2914	3961
归属母公司股东权益	3569	4058	4634	5468	6515
<b>负债和股东权益</b>	6016	6335	7220	8509	9650

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	-153	166	166	831	980
净利润	372	568	690	984	1203
折旧摊销	56	82	79	87	93
财务费用	-3	-2	-10	-25	-60
投资损失	-56	-37	-30	-30	-30
营运资金变动	-626	-566	-512	-224	-288
其他经营现金流	105	120	-50	39	63
<b>投资活动现金流</b>	48	-449	-69	-87	-93
资本支出	152	235	50	50	50
长期投资	-176	233	7	30	20
其他投资现金流	24	19	-12	-7	-23
<b>筹资活动现金流</b>	-106	-29	138	-411	-68
短期借款	5	7	225	-308	0
长期借款	-3	-3	0	0	0
普通股增加	-0	300	0	0	0
资本公积增加	-12	-273	0	0	0
其他筹资现金流	-95	-60	-87	-103	-68
<b>现金净增加额</b>	-210	-313	235	333	819

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1949	2536	2811	3408	3911
营业成本	1201	1534	1653	1894	2135
营业税金及附加	31	26	36	44	47
营业费用	37	46	53	64	73
管理费用	86	114	124	148	169
研发费用	165	183	200	210	220
财务费用	-3	-2	-10	-25	-60
资产减值损失	98	93	50	50	50
公允价值变动收益	-35	-7	-8	-5	-10
投资净收益	56	37	30	30	30
<b>营业利润</b>	428	649	777	1115	1363
营业外收入	1	2	11	5	6
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	429	649	786	1118	1367
所得税	57	80	97	134	164
<b>净利润</b>	372	568	690	984	1203
少数股东损益	-15	-14	16	22	27
<b>归属母公司净利润</b>	387	582	674	962	1176
EBITDA	481	729	846	1177	1396
EPS (元)	0.39	0.45	0.52	0.75	0.92

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	78.6	30.1	10.8	21.2	14.8
营业利润 (%)	124.6	51.6	19.7	43.5	22.3
归属母公司净利润 (%)	89.8	50.6	15.8	42.7	22.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	38.4	39.5	41.2	44.4	45.4
净利率 (%)	19.8	23.0	24.0	28.2	30.1
ROE (%)	10.8	14.3	14.5	17.6	18.0
ROIC (%)	12.7	16.2	16.7	22.8	25.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.5	33.2	33.2	33.3	30.0
净负债比率 (%)	5.10	5.80	14.48	1.38	1.35
流动比率	2.10	2.17	2.26	2.36	2.69
速动比率	1.63	1.43	1.69	1.74	2.02
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.38	0.41	0.41	0.43	0.43
应收账款周转率	2	2	2	2	3
应付账款周转率	1.94	1.34	1.43	1.48	1.39
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.45	0.52	0.75	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.12	0.13	0.13	0.65	0.76
每股净资产 (最新摊薄)	2.78	3.16	3.61	4.26	5.07
<b>估值比率</b>					
P/E	40.80	27.10	23.41	16.41	13.42
P/B	4.42	3.89	3.40	2.89	2.42
EV/EBITDA	32	21	18	13	11

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188