

# 携手道达尔投资 MAXEON, 开启全球化发展新征程

公司点评

开文明(分析师) 丁亚(联系人)  
021-68865582 dingya@xsdzq.cn  
kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号: S0280119060013  
证书编号: S0280517100002

## ● 事件: 拟与道达尔合作投资 MAXEON

公司公告拟与道达尔太阳能国际公司展开合作, 道达尔将其控股公司 SunPower 在美国和加拿大以外的太阳能电池与组件业务分拆到新加坡注册成立的 MAXEON, 公司拟以 2.98 亿美元投资分拆后的 MAXEON, 认购后公司对目标公司持股比例为 28.8480%, 并成为其第二大股东。预计 2020 年第二季度完成分拆和注资。我们认为, 公司在半导体和光伏晶体硅片方面拥有较强的领先优势, 通过此次投资, 将以一种轻资产、高质量的方式切入光伏的下游电池组件环节, 未来有望推动公司业绩持续增长。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 12.63/17.29/23.91 亿元, 对应 EPS 为 0.45/0.62/0.86 元, 维持“强烈推荐”评级。

## ● SunPower 一分为二, MAXEON 承接核心制造销售业务

SunPower 是全球领先的太阳能技术提供商, 拥有高效 IBC 电池生产技术与叠瓦组件知识产权, 但运营能力稍弱, 远离中国市场也导致其在市场感知和供应链方面有所欠缺。此次分拆后, MAXEON 主要业务将包括原 SunPower 除美国和加拿大以外的全球生产和销售网络及专利, 其实体主要包含新加坡总部和研发中心、马来西亚及菲律宾电池工厂、环晟光伏(江苏)有限公司 20% 股权、墨西哥及法国组件工厂、瑞士销售中心和遍及十多个国家的销售公司。SunPower 则保留美国、加拿大地区的组件销售、电站运营等业务。

## ● MAXEON 未来成长可期, 公司开启全球化新征程

未来公司投资将用于高效 IBC 电池组件 MAXEON-5、MAXEON-6 系列的扩产和开发。据 SunPower 披露, 合资公司 MAXEON 预计到 2021 年组件产能扩张到 5.4GW, 包含 0.5GW MAXEON-3、1.9GW MAXEON-5 和 3GW P 系列组件(与中环合资)。随着全球范围内光伏平价上网的出现, 海外市场的重要性进一步凸显。未来全球化的生产布局、运营和销售能力将是国内制造企业的重要考验。我们认为, 凭借原 SunPower 的技术实力, 结合中环股份的生产运营能力和供应链优势以及道达尔的全球化布局, MAXEON 有望成长为全球一流的、拥有核心技术和知识产权的电池组件制造商。而公司也将通过本次合作, 为公司未来的全球化发展奠定坚实基础。

## ● 风险提示: 合作进展低于预期、海外市场竞争、高效电池替代技术路线

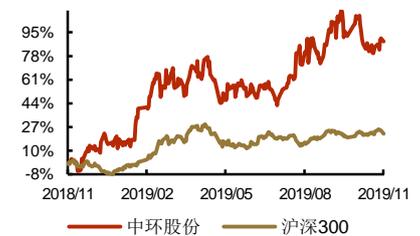
### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,644	13,756	17,946	23,248	28,090
增长率(%)	42.2	42.6	30.5	29.5	20.8
净利润(百万元)	585	632	1,263	1,729	2,391
增长率(%)	45.4	8.2	99.8	36.8	38.3
毛利率(%)	19.9	17.4	20.6	22.3	23.5
净利率(%)	6.1	4.6	7.0	7.4	8.5
ROE(%)	4.5	5.0	8.9	11.2	13.3
EPS(摊薄/元)	0.21	0.23	0.45	0.62	0.86
P/E(倍)	54.4	50.3	25.2	18.4	13.3
P/B(倍)	2.9	2.5	2.3	2.1	1.8

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.11.11
收盘价(元):	11.86
一年最低/最高(元):	5.92/13.72
总股本(亿股):	27.85
总市值(亿元):	330.32
流通股本(亿股):	26.83
流通市值(亿元):	318.23
近3月换手率:	185.12%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.35	2.41	72.21
绝对	-0.83	10.69	95.87

## 相关报告

《业绩大幅增长, 光伏、半导体双主业均在快速成长期》2019-10-28

《光伏、半导体双主业, 成长中的全球单晶硅材料龙头》2019-08-27

《业绩符合预期, 全球单晶材料龙头正在崛起》2019-08-21

《员工持股计划出台, 绑定利益提升公司竞争力》2019-05-31

《一季报业绩高增长, 看好光伏+半导体双轮驱动》2019-04-22

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>11290</b>	<b>13893</b>	<b>11592</b>	<b>11751</b>	<b>15169</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,644</b>	<b>13,756</b>	<b>17,946</b>	<b>23,248</b>	<b>28,090</b>
现金	6001	6740	637	412	747	营业成本	7726	11369	14252	18066	21496
应收票据及应收账款合计	2058	3790	3839	6044	5898	营业税金及附加	40	62	55	87	109
其他应收款	101	156	179	255	270	营业费用	109	171	219	278	336
预付账款	670	726	1096	1264	1587	管理费用	726	577	538	697	843
存货	1649	1709	5068	3002	5894	研发费用	0	419	547	709	857
其他流动资产	811	773	773	773	773	财务费用	439	618	777	1210	1352
<b>非流动资产</b>	<b>19717</b>	<b>28804</b>	<b>32003</b>	<b>35361</b>	<b>38755</b>	资产减值损失	41	190	0	0	0
长期投资	1240	2204	3237	4265	5293	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	11444	17226	19412	21777	24077	其他收益	10	69	20	25	31
无形资产	1078	1871	2137	2447	2759	投资净收益	76	65	89	85	88
其他非流动资产	5955	7504	7216	6872	6627	<b>营业利润</b>	<b>649</b>	<b>491</b>	<b>1668</b>	<b>2316</b>	<b>3221</b>
<b>资产总计</b>	<b>31007</b>	<b>42697</b>	<b>43595</b>	<b>47113</b>	<b>53924</b>	营业外收入	37	390	155	171	188
<b>流动负债</b>	<b>10228</b>	<b>17214</b>	<b>16640</b>	<b>18026</b>	<b>22195</b>	营业外支出	3	8	4	5	5
短期借款	4065	3954	13559	14601	18133	<b>利润总额</b>	<b>683</b>	<b>873</b>	<b>1819</b>	<b>2481</b>	<b>3404</b>
应付票据及应付账款合计	3022	7749	0	0	0	所得税	93	84	300	335	452
其他流动负债	3141	5512	3081	3424	4063	<b>净利润</b>	<b>591</b>	<b>789</b>	<b>1519</b>	<b>2146</b>	<b>2952</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7779</b>	<b>9759</b>	<b>9796</b>	<b>9851</b>	<b>9618</b>	少数股东损益	6	157	256	417	560
长期借款	5818	7337	6736	5984	5014	<b>归属母公司净利润</b>	<b>585</b>	<b>632</b>	<b>1,263</b>	<b>1,729</b>	<b>2,391</b>
其他非流动负债	1962	2421	3059	3867	4604	EBITDA	2104	2876	3946	5297	6648
<b>负债合计</b>	<b>18008</b>	<b>26973</b>	<b>26436</b>	<b>27877</b>	<b>31813</b>	EPS(元)	0.21	0.23	0.45	0.62	0.86
少数股东权益	1196	2399	2655	3072	3632						
股本	2644	2785	2785	2785	2785	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	6865	7717	7717	7717	7717	<b>成长能力</b>					
留存收益	1523	2048	3309	5138	7691	营业收入(%)	42.2	42.6	30.5	29.5	20.8
归属母公司股东权益	11803	13325	14505	16164	18479	营业利润(%)	72.6	-24.4	240.1	38.8	39.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>31007</b>	<b>42697</b>	<b>43595</b>	<b>47113</b>	<b>53924</b>	归属于母公司净利润(%)	45.4	8.2	99.8	36.8	38.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	19.9	17.4	20.6	22.3	23.5
						净利率(%)	6.1	4.6	7.0	7.4	8.5
						ROE(%)	4.5	5.0	8.9	11.2	13.3
						ROIC(%)	5.7	6.2	6.2	8.6	9.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.1	63.2	60.6	59.2	59.0
						净负债比率(%)	61.5	72.3	141.2	134.0	131.1
						流动比率	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
						速动比率	0.8	0.6	0.3	0.4	0.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	5.9	4.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.6	2.1	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.21	0.23	0.45	0.62	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	2.07	-2.66	1.71	1.30
						每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.51	4.93	5.53	6.36
						<b>估值比率</b>					
						P/E	54.4	50.3	25.2	18.4	13.3
						P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.8
						EV/EBITDA	19.5	15.8	14.9	11.5	9.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>