

中环股份 (002129.SZ)

布局 IBC 高效技术，加快制造全球化

事件: 2019年11月11日，中环股份发公告表示公司计划和道达尔合作，道达尔将其控股的 Sunpower 在美国和加拿大之外的全球太阳能业务拆分到在新加坡成立的 MAXEON 中，中环股份认购 28.8480% 的股份，成为新公司的二股东。

Sunpower: 叠瓦之外，IBC 技术不容忽视。 Sunpower 是美国的太阳能技术提供商，专注于光伏技术的研发和应用。公司所研发的叠瓦技术是目前市场上最具代表性的先进新技术之一。于此之外，公司在 IBC（交叉背接触）电池技术方面深耕多年。2016年，公司 IBC 电池片转换效率便突破 25%，2019年上半年，公司推出新一代 IBC 电池产品 MAXEON Gen5 用于公司 A 系列组件销售，量产组件转换效率达到 21.5~22.3%，远高于当前市场主流组件转换效率。公司 A 系列产品主要争对户用光伏或分布式光伏等对单位面积成本较高，且对高转换效率需求较大的市场。

拆分之后，MAXEON 和 Sunpower 相辅相成，MAXEON 专注于高端光伏电池组件的制造和销售。 根据公司公告，本次拆分出来的 MAXEON 其主体主要包括新加坡总部和研发中心、马来西亚及菲律宾电池工厂、中国电池及组件合资公司工厂（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。MAXEON 将继续使用“Sunpower”的品牌向除美国和加拿大之外的市场销售其生产的 IBC 产品，并通过一个与 SunPower 签署的多年期独家供货协议向美国和加拿大市场销售其产品，并将通过环晟光伏向国际市场销售叠瓦组件产品。

中环入局，布局高效化技术，向产业链下游延申，推动制造全球化进程。 本次，中环股份出资 2.98 亿美元，以 1.54 倍 PB 认购 MAXEON 28.8480% 的股份，成为其二股东。本次认购将推动新公司继续扩产 Maxeon Gen5 的产能。同时中环股份在硅片环节的技术和应用有望和 Sunpower 的 IBC 电池技术和叠瓦组件技术优势相结合，降本增效，加快全球平价上网进程。中环股份向光伏产业链下游延申，有助于其硅片产品更好的得到下游获得应用和反馈。Sunpower 的海外知名度也将有助于加快中环股份制造全球化进程。

业绩预测: 预计公司 2019~2021 年实现收入 185.19/261.07/306.39 亿元，实现归母净利润 11.25/16.65/25.69 亿元，同比增长 77.9%/48%/54.3%，对应 PE29.4/19.8/12.9 倍。

风险提示: 2020 年硅片产能释放超预期，硅片环节价格降价幅度超预期；海外装机不及预期；预测偏差和估值风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,644	13,756	18,519	26,107	30,639
增长率 yoy (%)	42.2	42.6	34.6	41.0	17.4
归母净利润 (百万元)	585	632	1,125	1,665	2,569
增长率 yoy (%)	45.4	8.2	77.9	48.0	54.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.21	0.23	0.40	0.60	0.92
净资产收益率 (%)	4.5	5.0	6.4	8.5	11.6
P/E (倍)	56.5	52.2	29.4	19.8	12.9
P/B (倍)	3.0	2.6	1.8	1.6	1.5

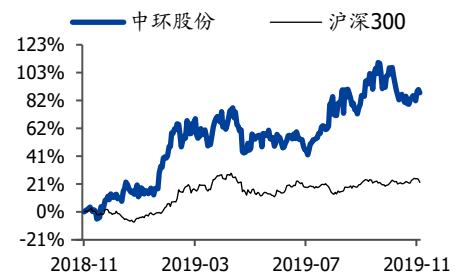
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
最新收盘价	11.86
总市值(百万元)	33,031.96
总股本(百万股)	2,785.16
其中自由流通股(%)	96.34
30 日日均成交量(百万股)	37.10

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

研究助理 杨润思

邮箱: yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 1、《中环股份 (002129.SZ): 光伏 5 期和半导体大硅片项目稳步推进，业绩基本符合预期》2019-10-29
- 2、《中环股份 (002129.SZ): M12 大硅片助力光伏产业链降本增效，半导体业务锦上添花》2019-09-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,290	13,893	15,583	20,055	17,197
现金	6,001	6,740	6,374	6,042	6,271
应收账款	1,354	2,721	3,452	5,709	3,719
其他应收款	89	0	119	49	149
预付账款	670	726	1,154	1,496	1,614
存货	1,649	1,709	2,238	3,785	2,614
其他流动资产	1,527	1,998	2,247	2,975	2,830
非流动资产	19,717	28,804	31,630	36,140	40,117
长期投资	1,240	2,204	3,197	4,199	5,202
固定资产投资	11,444	17,226	20,776	24,933	28,117
无形资产	1,078	1,871	2,137	2,447	2,759
其他非流动资产	5,955	7,504	5,519	4,560	4,039
资产总计	31,007	42,697	47,213	56,196	57,314
流动负债	10,228	17,214	15,310	22,813	21,615
短期借款	4,065	3,954	3,954	3,954	3,954
应付账款	2,032	4,488	5,718	9,338	9,859
其他流动负债	4,131	8,773	5,638	9,521	7,803
非流动负债	7,779	9,759	9,859	9,392	8,664
长期借款	5,818	7,337	7,438	6,970	6,243
其他非流动负债	1,962	2,421	2,421	2,421	2,421
负债合计	18,008	26,973	25,169	32,205	30,280
少数股东权益	1,196	2,399	2,678	3,040	3,599
股本	2,644	2,785	3,240	3,240	3,240
资本公积	6,865	7,717	12,262	12,262	12,262
留存收益	1,523	2,048	3,213	4,941	7,647
归属母公司股东收益	11,803	13,325	19,366	20,950	23,435
负债和股东权益	31,007	42,697	47,213	56,196	57,314

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,052	1,708	2,260	6,888	7,551
净利润	591	789	1,404	2,028	3,128
折旧摊销	970	1,482	1,527	1,944	2,378
财务费用	439	618	626	625	588
投资损失	-76	-65	-49	-60	-62
营运资金变动	-893	-977	-1,248	2,352	1,519
其他经营现金流	20	-139	0	0	0
投资活动净现金流	-4,788	-5,759	-4,303	-6,394	-6,292
资本支出	3,884	5,418	1,833	3,508	2,973
长期投资	-422	-544	-993	-992	-1,003
其他投资现金流	-1,326	-884	-3,463	-3,879	-4,322
筹资活动净现金流	5,281	3,081	1,677	-826	-1,030
短期借款	-180	-112	0	0	0
长期借款	2,401	1,520	101	-468	-727
普通股增加	0	141	455	0	0
资本公积增加	-19	852	4,545	0	0
其他筹资现金流	3,079	681	-3,424	-358	-303
现金净增加额	1,424	-920	-366	-332	229

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,644	13,756	18,519	26,107	30,639
营业成本	7,726	11,369	14,799	21,079	23,996
营业税金及附加	40	62	57	98	119
营业费用	109	171	167	235	276
管理费用	726	577	1,340	1,889	2,217
财务费用	439	618	626	625	588
资产减值损失	41	190	48	62	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	76	65	49	60	62
营业利润	649	491	1,530	2,179	3,424
营业外收入	37	390	155	171	188
营业外支出	3	8	4	5	5
利润总额	683	873	1,681	2,344	3,607
所得税	93	84	277	317	479
净利润	591	789	1,404	2,028	3,128
少数股东收益	6	157	279	362	559
归属母公司净利润	585	632	1,125	1,665	2,569
EBITDA	2,098	2,869	3,731	4,810	6,470
EPS (元/股)	0.21	0.23	0.40	0.60	0.92

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	42.2	42.6	34.6	41.0	17.4
营业利润 (%)	72.6	-24.4	211.9	42.4	57.2
归属母公司净利润 (%)	45.4	8.2	77.9	48.0	54.3
盈利能力					
毛利率 (%)	19.9	17.4	20.1	19.3	21.7
净利率 (%)	6.1	4.6	6.1	6.4	8.4
ROE (%)	4.5	5.0	6.4	8.5	11.6
ROIC (%)	3.8	4.0	5.3	6.8	9.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.1	63.2	53.3	57.3	52.8
净负债比率 (%)	46.4	58.0	31.2	29.6	24.1
流动比率	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
速动比率	0.9	0.7	0.9	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.37	0.41	0.50	0.54
应收账款周转率	8.3	6.8	6.0	5.7	6.5
应付账款周转率	4.5	3.5	2.9	2.8	2.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.23	0.40	0.60	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	2.08	0.81	2.47	2.71
每股净资产 (最新摊薄)	3.96	4.51	6.68	7.25	8.14
估值指标 (倍)					
P/E	56.5	52.2	29.4	19.8	12.9
P/B	3.0	2.6	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.7	18.2	13.5	10.6	7.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com