

中环股份（002129）：拟认购 SunPower 制造公司，开启全球化步伐

2019年11月12日

强烈推荐/维持

中环股份 公司报告

——事件点评

报告摘要：

事件摘要：11月12日，中环股份发布公告称拟与道达尔公司展开合作。道达尔公司将其控股的全球高效太阳能电池、组件及光伏系统领先企业 SunPower 拆分为两个公司，在新加坡注册成立 MAXEON SOLAR（目标公司）负责原 SunPower 在美国和加拿大之外的全球太阳能电池与组件业务。中环股份出资 2.98 亿美元认购目标公司增发的股本，认购后中环对目标公司持股比例为 28.8480%，并成为其第二大股东。

SunPower 业务广泛，技术领先。新成立的目标公司将会以“SunPower”品牌向全球（除美国和加拿大）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，拥有多项 IBC 电池最新技术以及叠瓦组件封装技术，市场前景广阔。

创新技术融合，打通产业链下游。公司将通过此次合作吸收融合目标公司 N 型 IBC 电池及叠瓦组件的最新技术，根据目前可实现量产的电池效率及未来潜力来看，IBC 电池将会是未来重要的发展方向，同时叠瓦组件的诞生也给组件组装技术带来了革命性的影响，未来发展同样不可小觑。公司可通过将自身晶硅材料的技术优势与下游电池及组件等先进技术向融合，大幅提升自身未来产品效率与性能，同时打通自身硅片业务产业链下游，实现公司价值的垂直整合，奠定行业龙头地位。

拓展海外销售渠道，开启全球化步伐。目标公司具有优良的全球销售网络及品牌优势，公司可通过本次合作拓宽自身海外销售渠道，更好地进入全球市场，为实现全球化发展奠定坚实基础。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 11.65、17.80、24.51 亿元、EPS 分别为 0.42 元、0.64 元和 0.88 元，对应 PE 为 27.08、17.73 和 12.87 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：光伏产业链未来发展不及预期；技术结合提升不及预期；人民币汇率波动增大。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,644.19	13,755.7	19,630.0	24,665.7	30,975.1
增长率（%）	42.17%	42.63%	42.70%	25.65%	25.58%
归母净利润（百万元）	585	632	1165	1780	2451
增长率（%）	45.41%	8.16%	76.56%	49.72%	36.16%
基本每股收益（元）	0.22	0.23	0.42	0.64	0.88
PE	51.24	48.44	27.08	17.73	12.87
PB	2.54	2.37	2.40	2.47	2.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

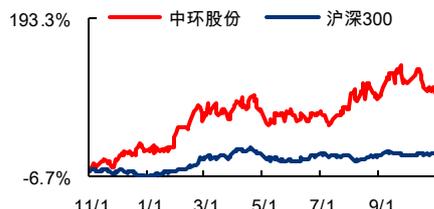
中环股份专注以单晶硅片为核心技术，布局光伏及半导体行业，双产业之间有较强的协同作用，公司主导产品电力电子器件用半导体区熔单晶-硅片综合实力全球第三，国外市场占有率超过 18%，国内市场占有率超过 80%；光伏单晶研发水平全球领先。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	11.33-5.55
总市值（亿元）	315.56
流通市值（亿元）	304.01
总股本/流通 A 股（万股）	278516/268326
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.27

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024 liyys@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11290	13893	19098	23551	29136	营业收入	9644	13756	19630	24666	30975
货币资金	6001	6740	9618	12085	15176	营业成本	7726	11369	15739	19425	24081
应收账款	1354	2721	3884	4880	6128	营业税金及附加	40	62	92	111	140
其他应收款	89	122	173	218	274	营业费用	109	171	267	319	430
预付款项	670	726	726	726	726	管理费用	726	577	984	1226	1690
存货	1649	1709	2365	2919	3619	财务费用	439	618	873	1086	1228
其他流动资产	781	773	773	773	773	资产减值损失	40.70	189.70	236.00	343.00	368.00
非流动资产合计	19717	28804	26350	24318	22259	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1240	2204	2204	2204	2204	投资净收益	75.81	65.03	65.03	65.03	65.03
固定资产	11443.59	17226.19	19704.38	17828.39	15910.61	营业利润	649	491	1504	2270	3104
无形资产	816	1539	1385	1246	1122	营业外收入	37.38	390.31	37.00	37.00	37.00
其他非流动资产	1119	956	956	956	956	营业外支出	3.34	8.18	0.00	0.00	0.00
资产总计	31007	42697	45448	47869	51395	利润总额	683	873	1541	2307	3141
流动负债合计	10228	17214	20677	23187	26870	所得税	93	84	148	221	301
短期借款	4065	3954	4590	4608	5142	净利润	591	789	1393	2086	2840
应付账款	2032	4488	6129	7564	9377	少数股东损益	6	157	228	306	389
预收款项	350	619	619	619	619	归属母公司净利	585	632	1165	1780	2451
一年内到期的	2155	4573	4573	4573	4573	EBITDA	2811	3984	4479	5450	6414
非流动负债合计	7779	9759	8201	8201	8201	EPS (元)	0.22	0.23	0.42	0.64	0.88
长期借款	4166	5878	5878	5878	5878	主要财务比率					
应付债券	1652	1459	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	18008	26973	28878	31388	35071	成长能力					
少数股东权益	1196	2399	2627	2933	3322	营业收入增长	42.17%	42.63%	42.70%	25.65%	25.58%
实收资本(或股	2644	2785	2785	2785	2785	营业利润增长	72.57%	-24.45%	206.56%	50.95%	36.75%
资本公积	6865	7717	8594	8594	8594	归属于母公司净	45.41%	8.16%	84.28%	52.76%	37.71%
未分配利润	1451	1967	1557	931	69	获利能力					
归属母公司股	11803	13325	13169	12773	12228	毛利率(%)	19.89%	17.35%	19.82%	21.25%	22.26%
负债和所有者	31007	42697	45448	47869	51395	净利率(%)	6.13%	5.74%	7.10%	8.46%	9.17%
现金流量表						总资产净利润	6.87%	1.89%	1.48%	2.56%	3.72%
						ROE(%)	4.95%	4.74%	8.85%	13.93%	20.04%
经营活动现金	1052	1708	4948	6020	7124	偿债能力					
净利润	591	789	1393	2086	2840	资产负债率(%)	58%	63%	64%	66%	68%
折旧摊销	1722.66	2876.12	0.00	1955.98	1957.78	流动比率	1.10	0.81	0.92	1.02	1.08
财务费用	439	618	873	1086	1228	速动比率	0.94	0.71	0.81	0.89	0.95
应付账款的变	0	0	-1162	-996	-1248	营运能力					
预收账款的变	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.37	0.45	0.53	0.62
投资活动现金	-4788	-5759	161	-309	-343	应收账款周转率	8	7	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.62	4.22	3.70	3.60	3.66
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	76	65	65	65	65	每股收益(最新)	0.22	0.23	0.42	0.64	0.88
筹资活动现金	5281	3081	-2230	-3243	-3690	每股净现金流	0.58	-0.35	1.03	0.89	1.11
应付债券增加	0	0	-1459	0	0	每股净资产(最	4.46	4.78	4.73	4.59	4.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	141	0	0	0	P/E	51.24	48.44	27.08	17.73	12.87
资本公积增加	-19	852	878	0	0	P/B	2.54	2.37	2.40	2.47	2.58
现金净增加额	1545	-969	2878	2467	3091	EV/EBITDA	12.81	10.21	8.26	6.34	4.98

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。