

中环股份(002129)重大事项点评

携手道达尔, 战略入股 MAXEON, 全球化里 程开启新篇章

事项:

❖ 公司发布公告, 拟与道达尔太阳能国际公司展开合作, 道达尔将其控股的全球高效太阳能电池、组件及光伏系统领先企业 SunPower Corporation 在美国和加拿大之外的全球太阳能电池与组件业务分拆到在新加坡注册成立的 MAXEON SOLAR TECHNOLOGIES,PTE.LTD., 中环股份拟认购目标公司增发的股本, 认购后公司对目标公司持股比例为 28.8480%, 成为其第二大股东。

评论:

❖ **战略入股 MAXEON, 强强联合, 协同互补。** 中环股份将以自有资金在新加坡投资设立独资企业中环新投, 作为投资目标公司实施主体, SunPower 将会被分拆成两个独立的、均会在美国 NASDAQ 上市的公司, 即 SunPower 与 MAXEON SOLAR TECHNOLOGIES,PTE.LTD.。分拆后, 由中环新投投资 2.98 亿美元(其中 40% 自有资金)认购 MAXEON 增发股本, 认购后公司对 MAXEON 持股比例为 28.8480%, 在满足惯例先决条件前提下, 预计 2020 年第二季度完成分拆和注资。

➢ **有望借力 MAXEON 丰富的国际销售渠道和品牌效应, 拉动公司硅材料海外销售业务, 进一步提升全球知名度。** SunPower 专注于高效太阳能电池片、组件、光伏系统制造以及户用、商业分布式光伏销售及安装业务, 目标公司 MAXEON 主要业务将包括原 SunPower 除美国、加拿大以外的全球生产、销售网络及专利, 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、中国电池及组件合资公司工厂、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 将会以 SunPower 品牌向除美国和加拿大以外的全球市场销售 IBC 产品, 并通过与 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, 并向国际市场销售合资公司环晟光伏(江苏)生产的高效叠瓦组件产品。

➢ **中环股份单晶硅片创新引领者, 产能领先, 料将助力 MAXEON 规模扩张及技术创新部署。** 截至 2019 年中, 中环股份单晶硅片产能 30GW, 公司规划 2020 年 M12 大硅片 16GW, 预计 2019-2020 年, 公司光伏硅片产能有望实现大幅增长, 此外公司具备强大资金实力, 与 SunPower 拥有数年长期合作伙伴关系, 有望助力 MAXEON5@ 优质技术创新顺利落地, 降低生产成本, 加速产能扩张和规模化商业化生产。

❖ **技术优势融合, 有望加速全球光伏平价趋势。** 公司拟通过战略入股方式, 将单晶硅材料最新技术与 MAXEON 公司 N 型 IBC 电池最新技术的创新成果优势相结合, 并充分融合全球各类高效电池制造商技术优势和 MAXEON 拥有自主知识产权的叠瓦组件技术优势, 大幅提升产品性能、提升产品转换效率、降低制造成本, 加速全球光伏平价上网进程。

❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 我们维持预计公司 2019~2021 年实现归母净利润 11.38、17.75、24.62 亿元, 考虑到增发后的股本变化, 对应 EPS 0.34、0.53、0.74 元, PE 33、21、15 倍。因公司光伏及半导体硅片业务处于高速增长阶段, 给予公司 2020 年 30 倍目标估值, 对应目标市值 532.5 亿元, 2020 年目标价 19.14 元, 维持“强推”评级。

❖ **风险提示:** 下游需求波动;光伏及半导体硅片价格波动;客户认证推进不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	13,756	18,148	22,171	27,427
同比增速(%)	42.6%	31.9%	22.2%	23.7%
归母净利润(百万)	632	1,138	1,775	2,462
同比增速(%)	8.2%	80.0%	55.9%	38.7%
每股盈利(元)	0.23	0.34	0.53	0.74
市盈率(倍)	50	33	21	15
市净率(倍)	2.4	2.0	1.9	1.7

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价

强推(维持)

目标价: 19.14 元

当前价: 11.36 元

华创证券研究所

证券分析师: 李佳

电话: 021-20572564
邮箱: lijia@hcyjs.com
执业编号: S0360514110001

证券分析师: 胡毅

电话: 0755-82027731
邮箱: huyi@hcyjs.com
执业编号: S0360517060005

证券分析师: 鲁佩

电话: 021-20572564
邮箱: lupei@hcyjs.com
执业编号: S0360516080001

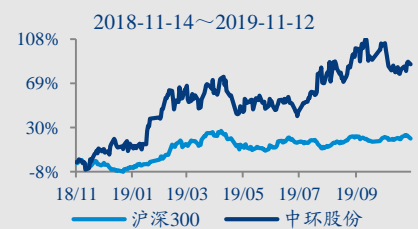
证券分析师: 赵志铭

电话: 021-20572557
邮箱: zhaozhiming@hcyjs.com
执业编号: S0360517110004

公司基本数据

总股本(万股)	278,516
已上市流通股(万股)	268,326
总市值(亿元)	316.39
流通市值(亿元)	304.82
资产负债率(%)	61.3
每股净资产(元)	5.0
12个月内最高/最低价	13.72/5.9

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中环股份(002129)2019年半年报点评: 优质硅片材料龙头持续兑现成长》

2019-08-25

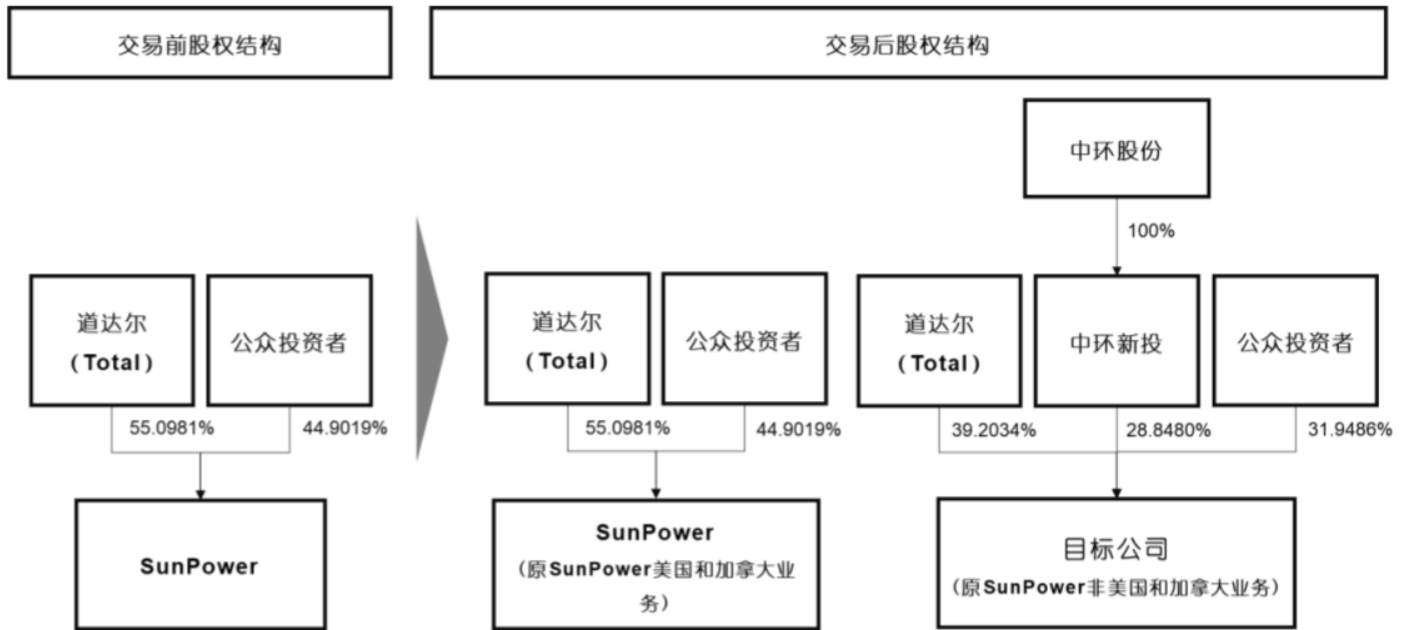
《中环股份(002129)重大事项点评: 控股股东拟实施混改开启新篇章, 硅片龙头扬帆起航》

2019-09-20

《中环股份(002129)2019年前三季度业绩预告点评: 业绩大幅增长, 光伏半导体硅片龙头高速增长》

2019-10-09

图表 1 交易前后股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,740	12,821	11,311	13,097
应收票据	1,068	1,410	1,722	2,130
应收账款	2,721	3,553	4,340	5,369
预付账款	726	903	1,070	1,304
存货	1,709	2,125	2,518	3,069
其他流动资产	929	1,246	1,500	1,851
流动资产合计	13,893	22,058	22,461	26,820
其他长期投资	1,477	1,391	1,442	1,508
长期股权投资	2,204	1,789	1,789	1,789
固定资产	17,226	18,504	22,662	24,433
在建工程	4,427	5,927	5,927	5,927
无形资产	1,539	1,385	1,246	1,122
其他非流动资产	1,931	1,559	1,528	1,502
非流动资产合计	28,804	30,555	34,594	36,281
资产合计	42,697	52,613	57,055	63,101
短期借款	3,954	3,454	3,454	3,454
应付票据	3,261	4,056	4,806	5,857
应付账款	4,488	5,582	6,615	8,062
预收款项	619	817	998	1,235
其他应付款	146	228	271	330
一年内到期的非流动负债	4,573	2,768	2,768	2,768
其他流动负债	173	393	568	703
流动负债合计	17,214	17,298	19,480	22,409
长期借款	5,878.00	8,878.00	8,878.00	8,878.00
应付债券	1,459.00	3,041.00	3,041.00	3,041.00
其他非流动负债	2,422	2,017	2,017	2,017
非流动负债合计	9,759	13,936	13,936	13,936
负债合计	26,973	31,234	33,416	36,345
归属母公司所有者权益	13,325	18,605	20,279	22,585
少数股东权益	2,399	2,774	3,360	4,171
所有者权益合计	15,724	21,379	23,639	26,756
负债和股东权益	42,697	52,613	57,055	63,101

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,417	4,230	4,906	6,363
现金收益	2,889	4,067	4,887	6,200
存货影响	-60	-416	-393	-551
经营性应收影响	-1,977	-1,314	-1,313	-1,717
经营性应付影响	4,725	2,168	2,006	2,795
其他影响	-2,160	-274	-282	-363
投资活动现金流	-5,759	-3,828	-5,885	-3,885
资本支出	-8,749	-4,424	-5,916	-3,910
股权投资	78	-415	0	0
其他长期资产变化	2,912	1,011	31	25
融资活动现金流	3,081	5,679	-531	-692
借款增加	3,826	2,277	0	0
股利及利息支付	-773	-987	-208	-288
股东融资	1,442	5,000	0	0
其他影响	-1,414	-611	-323	-404

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,756	18,148	22,171	27,427
营业成本	11,369	14,139	16,754	20,420
税金及附加	62	82	100	124
销售费用	171	190	232	286
管理费用	577	634	774	958
财务费用	618	753	631	661
资产减值损失	190	-35	46	46
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	65	65	65	65
其他收益	69	69	69	69
营业利润	491	1,610	2,546	3,557
营业外收入	390	72	72	72
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	873	1,674	2,610	3,621
所得税	84	161	250	347
净利润	789	1,513	2,360	3,274
少数股东损益	157	375	585	812
归属母公司净利润	632	1,138	1,775	2,462
NOPLAT	1,347	2,194	2,931	3,872
EPS(摊薄) (元)	0.23	0.34	0.53	0.74

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	42.6%	31.9%	22.2%	23.7%
EBIT 增长率	32.8%	62.8%	33.6%	32.1%
归母净利润增长率	8.2%	80.0%	55.9%	38.7%
获利能力				
毛利率	17.4%	22.1%	24.4%	25.5%
净利率	5.7%	8.3%	10.6%	11.9%
ROE	4.0%	5.3%	7.5%	9.2%
ROIC	3.8%	6.3%	8.0%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	63.2%	59.4%	58.6%	57.6%
债务权益比	116.3%	94.3%	85.3%	75.3%
流动比率	80.7%	127.5%	115.3%	119.7%
速动比率	70.8%	115.2%	102.4%	106.0%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	53	62	64	64
应付账款周转天数	103	128	131	129
存货周转天数	53	49	50	49
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.34	0.53	0.74
每股经营现金流	1.23	1.52	1.76	2.28
每股净资产	4.78	6.68	7.28	8.11
估值比率				
P/E	50	33	21	15
P/B	2.4	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	39	27	22	18

机械组团队介绍

所长助理、首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014年加入华创证券研究所。2012年新财富最佳分析师第六名、水晶球卖方分析师第五名、金牛分析师第五名，2013年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名，2016年新财富最佳分析师第五名。

高级分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014年加入华创证券研究所。2016年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

高级分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015年加入华创证券研究所。

助理研究员：宝玥娇

西南财经大学管理学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理	021-20572582	wangliqiong@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500