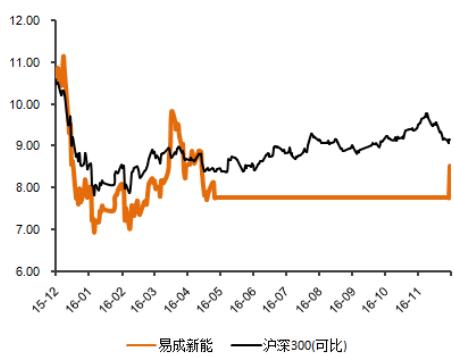


易成新能(300080)：并购江西赛维，实现“弯道超车”
推荐(上调)
机械
当前股价：8.54元
报告日期：2016年12月23日
主要财务指标（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,709	2,121	5,232	10,012
(+/-)	-24.4%	24.1%	146.7%	91.4%
营业利润	-7	26	349	780
(+/-)	-143.2%	-447.5%	1242.4%	123.2%
归属母公司				
净利润	6	7	294	660
(+/-)	-86.0%	6.1%	4227.9%	124.4%
EPS(元)	0.01	0.01	0.28	0.63
市盈率	1400	1319	30	14

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	50,280/50,167
流通市值（亿元）	42.84
每股净资产（元）	6.41
资产负债率（%）	44.59

股价表现（最近一年）

行业研究员：魏旭锐
执业证书编号：S1050513050001
联系人：杨靖磊
电话：021-54967583
邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

事件：公司于10月21日晚发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案（修订稿）以及复牌公告，公司拟向江西赛维和新余赛维以股票方式清偿的债权人分别非公开发行股票2.51亿股和2,554万股，此外公司还将向中国平煤神马集团等五家机构发行2.70亿股募集配套资金20.50亿元，新增股票的发行价格均为7.59元/股。公司本次非公开发行预案已获董事会表决通过，后续还需股东大会审议通过后报中国证监会核准。

点评：

● **公司未来将布局三大产业。**公司作为国内光伏晶硅切割材料的龙头供应商之一，在碳化硅新砂和废砂浆回收再利用市场优势显著，市场占有率领先。未来公司将以光伏产业链为主业，并发力布局新材料、新能源、节能环保三大产业。在新能源领域，公司通过并购江西赛维和新余赛维，将业务范围拓展至产业链下游，实现光伏产业链各业务之间的协同与联动发展，并快速进入光伏行业，有效拓宽盈利来源；在新材料领域，公司利用控股股东平煤神马集团煤炭产业技术与资源优势，解决了人造石墨材料的生产技术，布局锂离子电池用炭石墨负极材料生产项目；在环保领域，目前公司全资子公司开封兴化已承包公司控股股东相关污水处理业务，将业务扩展至污水处理及其再生利用技术领域。借助上述三大业务，未来公司有望实现持续成长。

● **重组赛维，快速切入光伏产业核心领域。**一直以来易成新能作为国内光伏晶硅切割材料供应商，在光伏行业内处于配角地位。通过本次收购江西赛维和新余赛维，促使公司产业链向多晶硅领域延伸。目前，江西赛维仍保留着完整的市场渠道，并与所有的大型客户建立稳定的业务往来，同时，江西赛维拥有我国光伏行业唯一国家级光伏研究院，通过多年经营累积，获得的授权专利达134项，公司技术和市场优势突出。江西赛维和新余赛维通过本次破产重整，其债务包袱将大大减轻，将有助于易成新能快速切入光伏产业核心领域。

● **行业拐点即将来临，公司有望实现“弯道超车”。**江西赛维是国内最早从事太阳能多晶硅片技术研究和生产的企业之一，目前拥有3.51GW的多晶硅产能，处于行业前三。随着光伏上网电价退坡机制的进一步执行，短期来看虽然仍然会产生阶段性的



需求高峰，但随着光伏上网电价降低以及政府补贴的减少，将对光伏电站的建设需求造成不利影响，因此对于处在光伏制造上游的硅片行业，未来光伏行业核心竞争将是更低的生产成本与更高的转化效率。我们认为江西赛维最终将在本次行业洗牌的过程中充分获益，原因如下：其一、江西赛维最新自主研发的“高效多晶 M4 硅片”在行业内具有较为明显的竞争优势，其生产出的电池片组件实现的转化效率最高可达到 18.5%以上，高于行业平均水平。其二、目前国内多晶硅片生产领域普遍采用砂浆切割技术，而电镀金刚线相较砂浆切割技术具备显著的成本优势，电镀金刚线切割最终将取代砂浆切割技术。本次资产重组完成后江西赛维将对现有切割工艺进行改造升级，引进金刚线切割技术，而上市公司为满足市场发展及技术更新的需求，已经领先于行业提前布局电镀金刚线项目。在本次合作后，易成新能与江西赛维将更好地实现业务合作，提高硅片切片效率，降低硅片的单位生产成本，江西赛维的硅片产品将同时具备高效低价的双重优势，并有望在光伏行业中实现“后发优势，弯道超车”。

●盈利预测：假设本次重组成功，我们预计公司 2016–2018 年归属母公司所有者净利润分别为 679 万元、2.94 亿元和 6.60 亿元，按照资产重组后的总股本 10.49 亿股计算，折合 EPS 分别为 0.01、0.28 和 0.63 元，对应于最新收盘价 8.54 元计算，市盈率分别为 1319 倍、30 倍和 14 倍，鉴于目前公司传统主业收入稳定，并购赛维实现产业链整合从而快速进入光伏产业，同时通过自身优势布局储能产业及环保产业，未来有望实现跨越式发展，我们上调公司投资评级至“推荐”。

●风险提示：(1) 收购进度迟缓；(2) 光伏行业需求出现断崖式下跌；(3) 重组发行方案未获通过。

公司盈利预测假设：

假设一：公司本次定增预案尚未获得证监会核准，但由于公司是国内首家 A 股通过非公开发行股票来对标的资产的债务重整，通过的概率较大，我们预计公司将于 2017 年年中完成对江西赛维和新余赛维的并购，2017 年下半年将江西赛维和新余赛维并入公司合并报表；

假设二：虽然光伏上网电价和补贴电价预计将在 2017 年 6 月 30 日下调，将对光伏行业造成不利影响，但由于公司在 2017 年下半年开始全面采用电镀金刚线技术，江西赛维生产的多晶硅片成本大幅降低，市场占有率显著提升，有效的对冲了行业需求下滑的不利影响；

假设三：多晶硅片价格保持基本稳定；

假设四：2016 年-2018 年公司所得税税率按照 15%计算；

假设五：EPS 全部按照本次发行后总股本 10.49 亿股计算。

图表 1 公司盈利预测假设

盈利预测假设	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	225,903	170,876	212,067	523,160	1,001,168
易成新能	225,903	170,876	212,067	229,435	236,985
江西赛维	247,337	223,974	359,102	496,524	632,415
新余赛维	32,814	54,181	79,621	90,925	131,768
营业成本（万元）	176,268	133,695	168,593	415,333	791,794
易成新能	176,268	133,695	168,593	179,396	185,251
江西赛维			295,074	396,524	498,849
新余赛维			67,288	75,350	107,694
收入增速（%）	-24.36	24.11	146.70	91.37	
易成新能	-24.36	24.11	8.19	3.29	
江西赛维	-9.45	60.33	38.27	27.37	
新余赛维	65.12	46.95	14.20	44.92	
毛利率%（万元）	21.97	21.76	20.50	20.61	20.91
易成新能	21.97	21.76	20.50	21.81	21.83
江西赛维			17.83	20.14	21.12
新余赛维			15.49	17.13	18.27

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

注：公司销售收入中，2016 年未合并江西赛维和新余赛维销售收入；2017 年合并江西赛维和新余赛维下半年销售收入；2018 年开始合并江西赛维和新余赛维全年销售收入。

图表 2 公司利润表

利润表(万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	225, 903	170, 876	212, 067	523, 160	1, 001, 168
同比增长	45. 96%	-24. 36%	24. 11%	146. 70%	91. 37%
减: 营业成本	176, 268	133, 695	168, 593	415, 333	791, 794
综合毛利率	21. 97%	21. 76%	21. 79%	20. 61%	20. 91%
营业税金及附加	714	757	848	2, 093	4, 005
资产减值损失	4, 087	1, 236	1, 136	3, 765	4, 521
减: 期间费用	43, 410	35, 322	38, 967	67, 115	122, 970
期间费用率	19. 22%	20. 67%	18. 37%	12. 83%	12. 28%
其中: 销售费用	9, 756	6, 326	6, 256	14, 544	27, 832
管理费用	23, 366	20, 236	21, 461	39, 342	75, 288
财务费用	10, 288	8, 760	11, 250	13, 230	19, 850
加: 公允价值变动净收益	0	1	0	0	0
投资净收益	310	-622	80	80	80
二、营业利润	1, 735	-749	2, 602	34, 934	77, 958
同比增长	-74. 94%	-143. 18%	-447. 46%	1242. 44%	123. 15%
营业利润率	0. 77%	-0. 44%	1. 23%	6. 68%	7. 79%
加: 营业外收入	1, 708	2, 998	400	300	300
减: 营业外支出	106	2, 245	1, 850	50	50
三、利润总额	3, 337	4	1, 152	35, 184	78, 208
减: 所得税	496	92	173	5, 278	11, 731
实际所得税率	14. 88%	2513. 05%	15. 00%	15. 00%	15. 00%
四、净利润	2, 840	-88	979	29, 907	66, 477
归属于母公司所有者净利润	4, 585	640	679	29, 407	65, 977
同比增长	-39. 42%	-86. 04%	6. 15%	4227. 90%	124. 36%
净利润率	1. 26%	-0. 05%	0. 46%	5. 72%	6. 64%
少数股东损益	-1, 745	-728	300	500	500
基本每股收益(元/股)	0. 04	0. 01	0. 01	0. 28	0. 63

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



研究员简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：机械行业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>