

2009-01-20

半导体产品

中环股份 002129.SZ

逆势成长的太阳能新军

◇事件：公司子公司环欧入选 2008 年国家鼓励的集成电路企业

◆环欧公司入选 2008 年国家鼓励的集成电路企业，有助于抵御行业波动

发改委等部门 2008 年共批准认定的国家鼓励的集成电路企业共 31 家，环欧公司作为其中之一，未来的国家及地方政府对集成电路企业优惠政策的出台将对公司产生积极作用。从对国家未来电子产业政策的理解来看，扶持优质企业做大做强是政策的重要思路。本次入选使得公司可以受惠于未来的政策支持，有助于抵御行业目前的波动。

◆太阳能行业波动变大，战略长单保证公司逆势成长

太阳能行业整体目前受全球经济衰退的影响较大，行业从三季度起出现了较大的下滑，这对主要太阳能公司均构成了一定的影响，市场对太阳能行业整体 09 年看法悲观，但我们认为公司 09 年有望逆势成长。这主要依赖于公司之前的战略长单，其将能够保证公司业绩的稳定性：在 08 年 5 月、7 月分别与上游顺大和下游展丰签订了多晶硅采购和太阳能硅片供应长单之后，公司已经基本锁定了多晶硅市场波动的风险。该长单的收入有望占到公司 09 年直拉单晶硅业务收入的 65% 以上。这为公司业绩的增长奠定了基础，目前太阳能市场的利润已占公司利润的接近 40%。

占公司利润来源的 40% 左右的区熔单晶硅在铁路机车、输配电、新能源等市场的推动下，波动性相对较小，该部分业务 09 年仍有望保持 20% 左右的增长。

◆环欧的硅材料是公司的看点，未来向太阳能扩展将提升公司估值

环欧的硅材料业务目前为公司贡献了 92% 以上的利润，未来向太阳能领域的自然延伸值得期待，这也将提升公司的估值水平。目前市场对公司的估值与电子器件行业一致，这主要是受其 MOSFET 业务进展不如预期的影响。我们认为 MOSFET 业务 09 年利润贡献仍将很小，其主要价值在于可以完善公司的上下游产业链，抵御未来的行业波动。从公司签订的长期合同来看，未来向太阳能市场的大幅度扩张将是必然之举，未来的进一步行动值得关注。

◆太阳能行业波动是最大风险，公司增长确定性强，维持买入评级

太阳能行业未来将有个大浪淘沙的过程，在良好的战略及有雄厚实力的大股东支持下，公司仍有望取得长足的发展。公司 09 年业绩增长明确，但 10 年我们作保守估计，其增速将有所下滑并在 11 年重新恢复高速增长。维持买入评级不变。

◆风险分析

太阳能行业的大幅度波动将对行业的整体估值水平产生较大影响，这可能会影响公司的股价表现。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	567	696	869	1,494	1,712
营业收入增长率	68.86%	22.73%	24.87%	71.79%	14.61%
净利润（百万元）	75	103	149	205	217
净利润增长率	45.40%	38.06%	45.04%	37.01%	6.04%
EPS（元）	0.15	0.21	0.31	0.42	0.45
ROE	20.31%	11.61%	12.89%	15.42%	15.41%
P/E	48	35	24	17	16
EV/EBITDA	18	15	12	10	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	7.41 元
目标价格	9.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

谢锋 周励谦

021-22169999-9176/9175

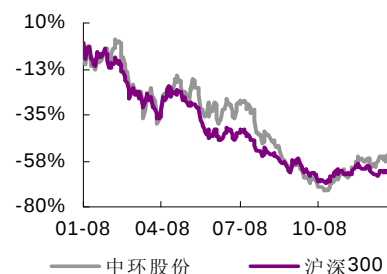
xiefeng@ebcn.com

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	483
总市值(百万元)	3,578
流通比例(%)	52.20%
12 个月最高/最低(元)	19.69/4.01
近 3 月日均成交量(百万股)	5.87
主要股东	天津市中环电子信息集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.41	43.16	11.34
绝对收益	14.09	53.63	-51.26

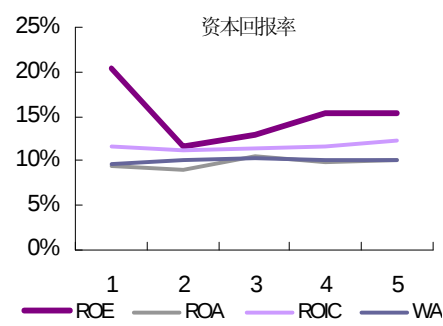
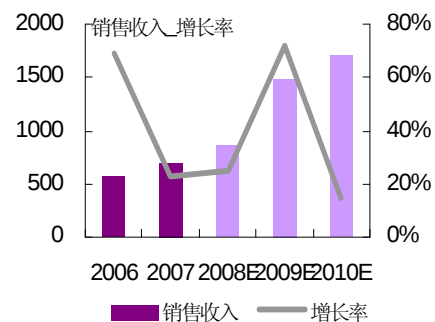
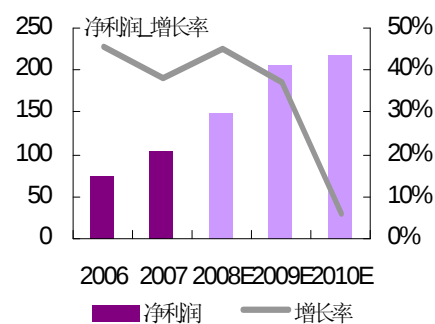
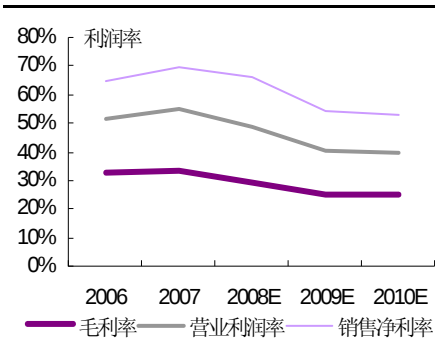
相关报告：

20080720-长期合同凸显公司未来价值

20080626-区熔单晶硅风景更好，产业链扩张潜力更强

20080527-战略长单吹响向太阳能领域进军的号角

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	567	696	869	1,494	1,712
营业成本	383	462	614	1,115	1,285
EBITDA	131	179	299	396	451
折旧和摊销	86	133	167	194	220
销售费用	9	9	11	19	22
管理费用	39	51	63	109	120
财务费用	22	19	14	22	29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	147	167	228	255
利润总额	75	103	199	241	255
少数股东损益	21	36	19	0	0
归属母公司净利润	74.66	103.07	149.49	204.81	217.17

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	1,026	1,543	1,608	2,070	2,172
流动资产	497	603	593	1,037	1,206
货币资金	55	186	78	134	154
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	159	122	191	329	377
应收票据	38	93	87	149	171
其他应收款	3	3	3	3	3
存货	192	161	135	243	295
可供出售投资	0	49	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	367	467	650	716	694
无形资产	15	15	14	14	13
总负债	553	342	299	741	762
无息负债	82	117	184	296	346
有息负债	471	225	115	445	417
股东权益	473	1,200	1,309	1,328	1,409
股本	263	363	483	483	483
公积金	20	543	466	356	307
未分配利润	135	234	285	416	558
少数股东权益	60	86	106	106	106

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	88	209	244	85	313
净利润	75	103	149	205	217
折旧摊销	86	133	167	194	220
净营运资金增加	-3	155	26	101	249
其他	-	-182	-98	-416	-373
投资活动产生现金流	-234	-170	-218	-152	-100
净资本支出	0	218	250	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-388	-468	-252	-200
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	100	120	0	0
债务净变化	-	-246	-110	330	-28
其它长期负债变化	50	35	66	113	49
净现金流	23	131	-108	56	20

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	68.86%	22.73%	24.87%	71.79%	14.61%
净利润增长率	45.40%	38.06%	45.04%	37.01%	6.04%
EBITDA 增长率	-14.23%	36.94%	67.11%	32.38%	14.07%
EBIT 增长率	78.16%	36.94%	19.05%	23.56%	8.18%
EPS 增长率	45.40%	-0.01%	8.94%	37.01%	6.04%
估值指标					
PE	26	26	24	17	16
PB	4	2	3	3	3
EV/EBITDA	18	15	12	10	9
EV/EBIT	18	15	17	15	13
EV/NAPLAT	21	18	20	17	16
EV/Sales	4	4	4	3	2
EV/IC	3	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.45%	33.68%	29.42%	25.35%	24.93%
EBITDA 率	23.03%	25.70%	34.39%	26.50%	26.38%
EBIT 率	23.03%	25.70%	24.50%	17.62%	16.63%
税前净利润率	19.24%	23.01%	22.84%	16.13%	14.93%
税后净利润率	13.16%	14.80%	17.19%	13.71%	12.69%
ROA	9.36%	9.03%	10.49%	9.90%	10.00%
ROE	20.31%	11.61%	12.89%	15.42%	15.41%
ROIC	13.32%	12.82%	13.45%	13.65%	14.47%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.80	0.03	0.03	0.23	0.19
资产负债率	53.93%	22.19%	18.59%	35.83%	35.11%
流动比率	1.62	2.34	2.67	1.84	2.06
速动比率	0.99	1.71	2.06	1.41	1.55
每股指标					
EPS	0.28	0.28	0.31	0.42	0.45
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.08	0.09
每股经营现金流	-	0.58	0.51	0.18	0.65
每股净资产	1.80	3.31	2.71	2.75	2.92
每股销售收入	2.16	1.92	1.80	3.09	3.55
每股 EBITDA	0.50	0.49	0.62	0.82	0.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

谢锋，复旦大学，材料物理与化学硕士。2003 年起曾分别在三星半导体中国研究开发有限公司任IPT 研发工程师、Sandisk 上海半导体新产品导入部高级工程师。熟悉半导体及相关行业的情况，对于研发、产品开发、生产、采购、市场认证等方面事项有较好的了解。2007年8 月加盟光大证券研究所，从事电子元器件行业研究。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999 年4 月起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作。2001 年至2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年5 月加盟光大证券研究所，现主要负责电信服务和通信设备制造行业的研究。

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。