

2009-03-18

半导体产品

中环股份 002129.SZ

未来光伏航母开始启航

◇事件：公司公布 08 年年报及成立子公司中环光伏

◆子公司环欧是公司增长的核心动力

公司 08 年收入增长 21%，归属于上市公司利润增长 37%，和我们预期基本一致。100%控股子公司环欧对公司主营业务利润构成了 100%的贡献。环欧 08 年实现净利润 1.39 亿元，较 07 年 1.12 亿元增长 24%，是公司增长的核心动力。

◆全球经济衰退对四季度造成较大影响，一季度业绩较不乐观

在金融危机的影响下，四季度公司直拉单晶硅业务受冲击较大，销售收入出现了大幅度下滑，环欧四季度收入环比下降了 35%，但靠区熔硅的稳定贡献，毛利率得以维持在 35%左右。由于管理费用的上升，导致四季度利润环比仍下降了 75%。由于全球太阳能市场在 09 年一季度依旧低迷，公司也受到一定影响，我们预计环欧收入与四季度接近，盈利能力则有望温和恢复。

◆内蒙中环光伏项目打开公司长期增长空间，未来太阳能大有潜力

公司同时公告，将在内蒙呼和浩特兴建中环光伏公司，公司占股比例为 80%，一期产能为 60MW-80MW，该产能完全达产后，预计将能够带来 6-8 亿的收入，实现净利润约 0.7-1.2 亿左右。未来四期项目的逐渐达产将能够大幅度提升公司的利润水平，为公司带来长期的持续增长，该项目的启动体现了公司的长期战略在被逐步实施。

中电光伏与上下游结成产业联盟降低了运营风险，公司未来将专注于单晶硅锭、硅片的生产，这也是公司的优势领域，公司良好的管理及成本控制等竞争优势将能够充分体现，公司的长期发展可以看好。

◆短期压力带来长期投资机会，维持买入评级

09 年是公司压力较大的一年，母公司高压硅堆项目仍将继续萎缩，而 MOSFET 项目开始计提折旧料将使母公司亏损；太阳能市场短期有不确定性。我们认为，这样的业绩和估值双重压力带来了长期投资的较佳机会。2010 年，随着抛光片项目开始贡献、MOSFET 项目的改善、中环光伏投产将使公司重新步入增长的快车道；而 2011 年后随着太阳能市场的逐步企稳复苏，公司在太阳能市场的底部扩张有望带来良好的回报。

◆风险分析

市场的系统性风险及太阳能市场波动风险，再融资风险。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	696	844	1,130	1,700	2,495
营业收入增长率	22.73%	21.15%	33.99%	50.44%	46.71%
净利润（百万元）	103	142	172	234	323
净利润增长率	38.06%	37.43%	21.71%	35.60%	38.23%
EPS（元）	0.28	0.29	0.36	0.48	0.67
ROE	11.61%	10.22%	10.29%	12.80%	15.87%
P/E	27	26	22	16	12
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	20	12	10	8

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	7.75 元
目标价格	9.6 元
目标期限	12 个月

分析师：

谢锋 周励谦

021-22169999*9176/9175

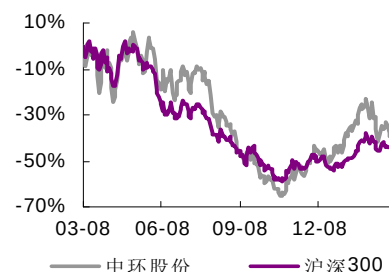
xiefeng@ebsecn.com

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	483
总市值(百万元)	3,742
流通比例(%)	52.20%
12 个月最高/最低(元)	15.98/4.01
近 3 月日均成交量(百万股)	7.50
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)

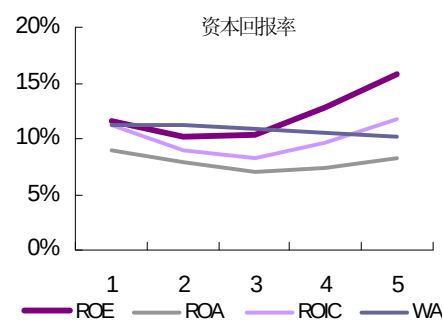
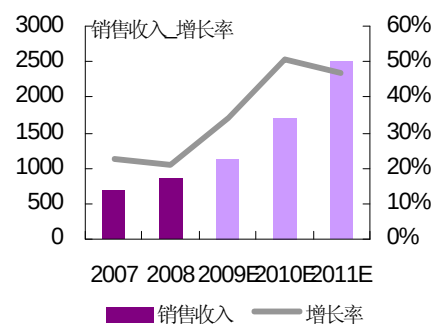
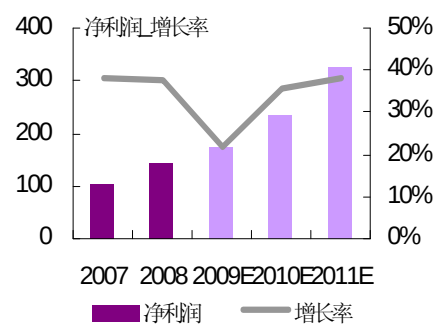
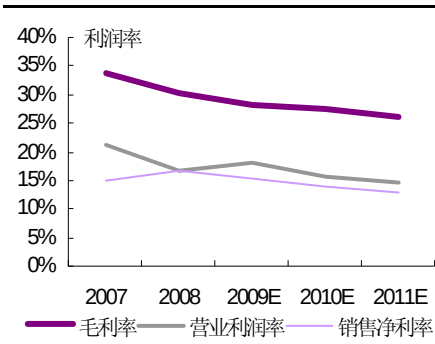


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.76	7.72	6.89
绝对收益	-10.40	23.76	-34.54

相关报告：

- 20090120-逆势成长的太阳能新军
..... 2009-01-21
- 20080626-区熔单晶硅风景更好，产业链扩张潜力更强
..... 2008-06-26
- 20080527-战略长单吹响向太阳能领域进军的号角
..... 2008-05-27

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	696	844	1,130	1,700	2,495
营业成本	462	587	813	1,235	1,841
EBITDA	179	196	340	443	585
折旧和摊销	116	133	154	176	199
销售费用	9	9	11	17	25
管理费用	51	69	88	126	180
财务费用	19	20	22	42	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	15	0	0
营业利润	147	140	203	269	367
利润总额	103	142	203	269	367
少数股东损益	36	19	0	0	0
归属母公司净利润	103.07	141.65	172.39	233.76	323.11

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,543	2,051	2,483	3,161	3,888
流动资产	603	632	803	1,214	1,795
货币资金	186	181	226	340	499
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	122	82	113	170	249
应收票据	93	45	57	85	125
其他应收款	3	0	0	0	0
存货	161	196	244	371	552
可供出售投资	49	11	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	467	1,001	1,034	1,103	1,160
无形资产	15	12	11	11	10
总负债	342	475	809	1,334	1,852
无息负债	117	146	261	361	506
有息负债	225	329	548	973	1,346
股东权益	1,200	1,576	1,675	1,827	2,037
股本	363	483	483	483	483
公积金	522	750	771	820	898
未分配利润	234	306	392	509	670
少数股东权益	86	64	64	64	64

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-	137	310	212	263
净利润	103	142	172	234	323
折旧摊销	116	133	154	176	199
净营运资金增加	155	-49	36	85	149
其他	-	-89	-52	-282	-408
投资活动产生现金流	-	-235	-402	-400	-300
净资本支出	0	600	600	300	300
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-835	-1,002	-700	-600
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	100	120	0	0	0
债务净变化	-	104	219	425	373
其它长期负债变化	-	29	115	100	145
净现金流	0	0	45	114	159

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	22.73%	21.15%	33.99%	50.44%	46.71%
净利润增长率	38.06%	37.43%	21.71%	35.60%	38.23%
EBITDA 增长率	36.94%	9.56%	73.62%	30.28%	31.87%
EBIT 增长率	36.94%	9.56%	14.60%	38.11%	38.90%
EPS 增长率	-0.01%	3.23%	21.71%	35.60%	38.23%
估值指标					
PE	27	26	22	16	12
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	20	12	10	8
EV/EBIT	16	20	18	14	11
EV/NAPLAT	19	24	21	16	12
EV/Sales	4	5	4	3	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.68%	30.42%	27.35%	26.65%	25.47%
EBITDA 率	25.70%	23.24%	30.11%	26.08%	23.44%
EBIT 率	25.70%	23.24%	19.87%	18.25%	17.27%
税前净利润率	23.01%	20.91%	17.94%	15.80%	14.72%
税后净利润率	14.80%	16.79%	15.25%	13.75%	12.95%
ROA	9.03%	7.85%	6.94%	7.40%	8.31%
ROE	11.61%	10.22%	10.29%	12.80%	15.87%
ROIC	12.82%	9.75%	9.76%	11.16%	13.34%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.03	0.07	0.17	0.32	0.40
资产负债率	22.19%	23.17%	32.56%	42.21%	47.62%
流动比率	2.34	1.88	1.70	1.52	1.37
速动比率	1.71	1.30	1.19	1.06	0.95
每股指标					
EPS	0.28	0.29	0.36	0.48	0.67
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.17	0.23
每股经营现金流	-	0.28	0.64	0.44	0.54
每股净资产	3.31	3.26	3.47	3.78	4.22
每股销售收入	1.92	1.75	2.34	3.52	5.17
每股 EBITDA	0.49	0.41	0.70	0.92	1.21

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年加盟光大证券研究所，现为TMT团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

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	021-22169999-9090	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	021-62152373	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。