

中环股份（002129）：业绩持续高速增长，“技术领先+混改”未来可期

——2019年三季度报点评

2019年10月31日

强烈推荐/维持

中环股份 公司报告

报告摘要：

三季度报摘要：中环股份 2019 年前三季度营收 120.16 亿元，同比上涨 29.82%，其中第三季度营收 40.74 亿元，同比上涨 45.76%；前三季度归母净利润 7.02 亿元，同比上涨 64.84%，其中第三季度归母净利润 2.50 亿元，同比上涨 98.41%。公司前三季度毛利率 18.48%，同比减少 0.62pcts，其中第三季度毛利率 20.74%，同比增加 3.50pcts；前三季度净利率 8.09%，同比增加 2.32pcts，其中第三季度净利率 8.76%，同比增加 2.21pcts。

光伏新产能如期释放，大硅片将引领行业发展。截止目前，公司内蒙古四期及四期改造项目已完成产能爬坡，全部达产，光伏单晶硅材料产能达到 30GW；五期项目也已顺利开建，完全达产后总产能将超过 55GW，新增产能的顺利释放将会持续推动业绩的高增长。同时在大尺寸硅片领域，公司 8 月份推出的 M12 大尺寸光伏硅片，有望抢占市场先机引领新一轮产业发展。

定增获批，12 英寸项目进展顺利。公司定向增资于 9 月份获得核准，将募集 50 亿元用于中环领先 8-12 英寸半导体硅片产线建设，此外各股东亦对子公司“中环领先”增资 27 亿元，半导体业务资金充足，12 英寸项目扩产获得极大助力，进展顺利，预计 2020 年一季度可投产，这将会打破国外在大尺寸集成电路用硅片领域的垄断，同时大幅提升公司半导体业绩。

混改进行时，有望提升综合竞争力。9 月 18 日，公司发布公告拟实施混合所有制改革，进一步向市场化治理转变，引入新的资本与资源，推进集团高质量发展。此次混改将会为公司注入新的活力，有效提升公司经营能力与可持续发展能力，实现产业经营与资本运营的协同发展。

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：光伏硅片及产业链价格下降；半导体价格下降；半导体产能释放不及预期。

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（%） | 46.26% | 33.57% | 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 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

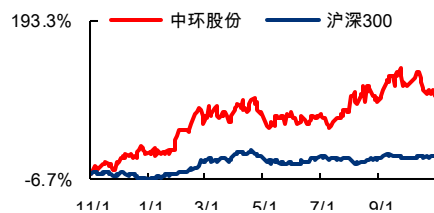
中环股份专注以单晶硅片为核心技术，布局光伏及半导体行业，双产业之间有较强的协同作用，公司主导产品电力电子器件用半导体区熔单晶-硅片综合实力全球第三，国外市场占有率超过 18%，国内市场占有率超过 80%；光伏单晶研发水平全球领先，单晶晶体的综合实力、整体产销规模位列全球前列，高效 N 型硅片市场占有率全球第一。

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 liyush@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519040001

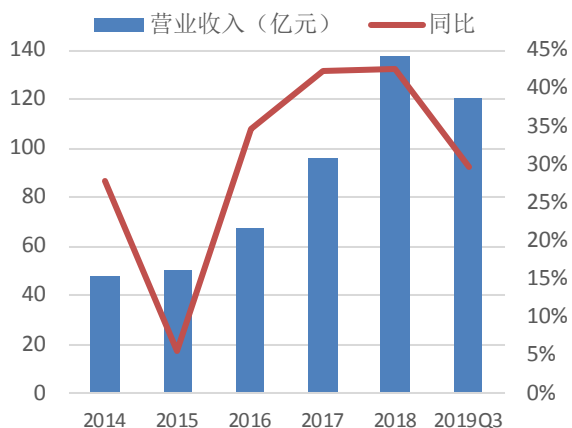
研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

1. 业绩符合预期，光伏+半导体双轮驱动

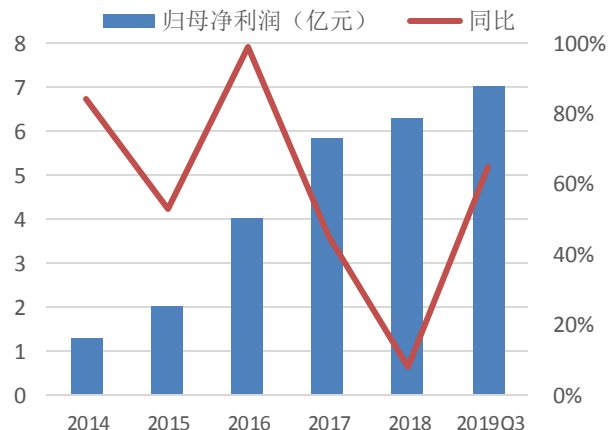
中环股份 2019 年前三季度营收 120.16 亿元，同比上涨 29.82%；归母净利润 7.02 亿元，同比上涨 64.84%，扣非归母净利润 5.59 亿元，同比大幅上涨 87.62%。

图 1：中环股份营收及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：中环股份归母净利润及同比增速

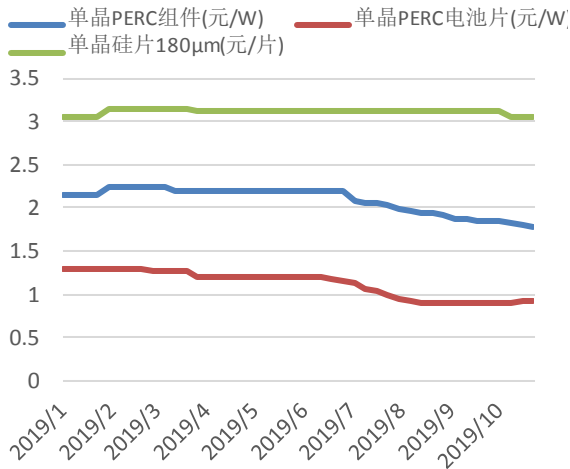


资料来源：WIND，东兴证券研究所

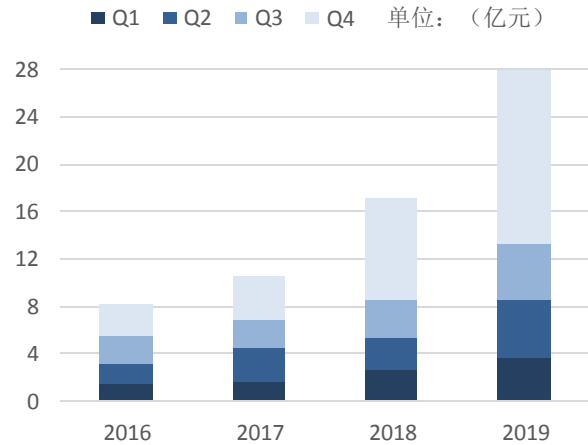
1.1 三季度业绩快速增长，经营现金流向好

硅片价格坚挺，新增产能增量降本助推业绩高速增长。公司三季度实现营收 40.74 亿元，毛利达到 20.74%，同比增加 3.50pcts，业绩表现亮眼，毛利净利均有较大提升。这主要得益于光伏单晶硅片产能的顺利释放，整个三季度硅片产能已提升至 30GW，在全球光伏发电景气度回升的情况下，产能的增加有效助力于公司业绩的提升；同时硅片价格在三季度光伏产业链整体，尤其是下游电池片与组件价格下行的大环境中，始终稳定在 3.12 元/片，价格坚挺；此外公司新投放产能的较低成本也对利润的增加有较大贡献。在增量降本以及硅片价格坚挺的共同作用下，公司业绩高速增长，随着未来产能的进一步投放，公司发展也将会持续向好。

现金流维持高增长，为可持续发展提供动力。公司三季度经营性现金流净额达 4.80 亿元，同比增加 50%，继续维持了 19 年以来的经营性现金流高增长趋势。从过去 3 年的经营性现金流趋势来看，公司在第四季度销售或回款能力相对更强，将产生较多的净现金流，因此我们预计 2019 年经营性现金流量净额会接近 30 亿元，为公司进一步扩产提供有力的资金支持。

图 3: 2019 年光伏产业链价格变动趋势


资料来源: PVInfoLinl, 东兴证券研究所

图 4: 公司经营性现金流净额趋势


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 M12 光伏大硅片抢占先机, 引领行业发展

大尺寸硅片趋势明显, 技术领先巩固龙头地位。随着光伏平价上网时代的到来, 大尺寸硅片通过增加硅片尺寸提升组件功率、摊薄 BOS 成本的思路已经受到市场认可。公司 8 月份发布的 12 英寸超大硅片“夸父”M12 系列, 是半导体技术应用于光伏产业的新一轮尝试, 同时也是目前光伏领域内尺寸最大的硅片, 可有效的降低下游电池片与组件厂商的生产成本, 推动光伏产业新一轮的发展革新浪潮, 在不久的将来电池片与组件厂商的新增产能有望直接为 210mm 硅片设计。公司的大硅片技术目前在行业内处于领先地位, 2020 年将会开始规模化投产, 预计产出 16GW, 一旦下游产业开启大硅片产能的更新换代, 公司将会顺利抢占新一轮市场先机, 获得高速的市场份额与业绩增长, 进一步巩固自身龙头地位与盈利能力。

表 1: 各类型硅片尺寸和面积

| 硅片规格 | M2 | M6 | M12 |
|-------------------------|--------|-------|-------|
| 硅片边长 (mm) | 156.75 | 166 | 210 |
| 硅片面积 (mm ²) | 24432 | 27412 | 44092 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 国内半导体产业迎来机遇, 半导体硅片大有可为

半导体产业迎国家支持, 资金充足有望快速发展。为进一步支持半导体产业的国产化与自主可控, 我国对半导体产业的支持力度不断加大, 日前成立的国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司(简称“大基金二期”), 注册资本为 2041.5 亿元, 几乎是一期的两倍, 这将加速国内半导体产业的快速发展。公司抓住半导体产业机遇, 积极推进 8-12 英寸半导体硅片项目建设与未来大硅片项目的持续设计研发, 不断提升自身实力, 目前已具备 8 英寸及 12 英寸半导体硅片生产能力, 开启了大尺寸硅片国产化浪潮。位于无锡的 8-12 英寸半导体硅片项目产能规划为 8 英寸的抛光片年产能 900 万片, 12 英寸的抛光片年

产能 720 万片，产能释放与整个产业快速发展同步进行，半导体业务市场前景广阔，发展空间巨大，将为公司业绩增长带来不竭动力。

2. 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。

3. 风险提示

光伏硅片及产业链价格下降；半导体价格下降；半导体产能释放不及预期。

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 | 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 | 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 | | | | | |
| 应付债券 | 1652 | 1459 | 0 | 0 | 0 | 率 | 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 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润 | 6.87% | 1.89% | 1.48% | 2.56% | 3.72% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 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。