



中环股份(002129.SZ)

【联讯电新公司点评】中环股份：业绩高速增长，光伏、半导体硅片产能持续释放

2019 年 10 月 28 日

事项：

买入(维持)

当前价：11.7 元
目标价：15 元

分析师：韩晨 CFA

执业编号：S0300518070003
电话：021-51759955
邮箱：hanchen@lxsec.com

相关研究

《【联讯电新公司点评】中环股份：业绩符合预期，产能顺利释放助力公司成长》2019-03-31

《【联讯电新公司点评】中环股份：公司业绩逐步反弹，一季度数据同比增长》2019-04-23

《【联讯电新公司点评】中环股份：内生成长带动上半年业绩高速增长，符合预期》

2019-08-22

◇ 内生成长带动业绩高速增长，归母净利润环比增长 65%

公司公告，2019 年前三季度公司实现营收 120.16 亿元，同比增长 29.82%，经营性现金流净额 13.32 亿元，同比增长 54.82%，归属上市公司股东净利润 7.02 亿元，同比增长 64.84%；扣非归母净利润 5.59 亿元，同比增长 87.62%，符合预期。

单季度看，公司二季度实现营收 46.3 亿元，经营性现金流净额 4.8 亿元，归母净利润 2.5 亿元，扣非归母净利润 2.05 亿元，各项数据实现高速增长。我们认为，在整体光伏行业及半导体行业较平稳的环境下，公司内生增长是实现业绩增长的主要原因。公司目前光伏及半导体硅片产能仍在持续扩张中，并且行业逐步升温，未来业绩仍将保持快速增长。

◇ 光伏五期项目开工，大硅片产品投放，将进一步提高公司盈利能力

公司内蒙古四期及改造项目产能爬坡完成，目前已经达产，2019 年上半年公司光伏材料产能已经达到 30GW。

此外，公司推动内蒙古五期扩产项目，填补优质产能缺口，产能将达到 25GW。五期项目预计 2020 年开始投产，2021 年完全达产，公司光伏硅片产能有望实现翻倍增长。公司近期公布 210mm 大尺寸光伏硅片，产品对于光伏行业进一步降本增效有着重要革新意义，公司有望在这波升级换代中抓住先机。

我们认为，今年海外市场需求旺盛，单晶硅片价格将向合理盈利区间回归，公司产能持续扩张，公司不仅能够进一步提高市场占有率，后续新产能带来的低成本使得公司的盈利能力更为突出。

◇ 增发获批，半导体硅片业绩开始释放，成为公司又一增长点

公司定向增发获得核准，半导体硅片扩产资金充实。目前公司天津地区 8 英寸 30 万片/月产能已于去年三季度达产，产能消化充分，12 寸 2 万片/月试验线项目于今年 2 月产出，宜兴工厂预计下半年 1 条 8 英寸产线投产，12 英寸项目预计 2019 年第四季度实现设备搬入，2020 年第一季度开始投产，按项目设计进度持续推进，公司未来无锡地区新建产能的陆续释放，以及天津地区 6 英寸产能的扩充，将进一步提升公司规模竞争能力。此外，5 寸 GPP 扩产项目，将进一步提高市场占有率。公司今年半导体业绩有望实现翻倍增长，未来产能持续投放，公司业绩增长将形成双轮驱动。

◇ 盈利预测

我们预计 2019-2021 年营收分别为 179.4 亿元、209.3 亿元和 284.3 亿元；归母净利润分别为 12.5 亿元、16.7 亿元和 22.4 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.80 元，对应 PE 为 25X、19X 和 14X，考虑到公司在太阳能单晶领域的龙头地位、在半导体硅片领域的先发优势，目标价 15 元，维持“买入”评级。

◇ 风险提示



光伏产业链价格下跌的风险；半导体硅片产能释放不及预期的风险；未来大硅片价格下降的风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,893	14,171	14,454	14,743	经营活动现金流	1,708	1,738	2,037	2,526
现金	6,740	3,162	1,964	1,857	净利润	789	1,542	2,058	2,766
应收账款	2,721	2,803	2,915	3,032	折旧摊销	1,482	1,779	2,134	2,561
其它应收款	122	125	130	135	财务费用	618	682	837	1,137
预付账款	726	748	778	809	投资损失	-65	-68	-72	-72
存货	1,709	1,760	1,830	1,903	营运资金变动	-4,383	-239	-426	-449
其他	1,876	5,574	6,837	7,007	其它	3,266	-1,957	-2,495	-3,418
非流动资产	28,804	30,821	32,978	35,286	投资活动现金流	-5,759	-3,658	-1,567	-829
长期投资	2,204	2,424	2,667	2,933	资本支出	5,418	6,231	7,166	8,240
固定资产	17,226	18,088	18,992	19,941	长期投资	2,204	2,424	2,667	2,933
无形资产	1,539	1,554	1,570	1,586	其他	-13,381	-12,313	-11,399	-12,003
其他	7,835	8,755	9,750	10,826	筹资活动现金流	3,081	-1,358	-1,268	-804
资产总计	42,697	44,991	47,432	50,030	短期借款	3,954	4,072	4,235	4,404
流动负债	17,214	17,731	18,440	19,178	长期借款	5,878	7,054	8,465	10,158
短期借款	3,954	4,072	4,235	4,404	其他	-6,750	-12,484	-13,968	-15,366
应付账款	4,488	4,623	4,808	5,000	现金净增加额	-969	-3,278	-798	893
其他	8,773	9,036	9,397	9,773					
非流动负债	9,759	9,856	9,955	10,055	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	5,878	7,054	8,465	10,158	成长能力				
其他	3,880	2,802	1,490	-103	营业收入	42.63%	30.44%	16.63%	35.87%
负债合计	26,973	27,587	28,395	29,232	营业利润	-23.23%	190.24%	39.11%	41.22%
少数股东权益	2,399	2,423	2,447	2,472	归属母公司净利润	10.07%	97.38%	33.58%	34.01%
归属母公司股东权益	13,325	14,981	16,590	18,326	获利能力				
负债和股东权益	42,697	44,991	47,432	50,030	毛利率	17.35%	20.10%	21.70%	21.50%
					净利率	4.60%	6.96%	7.97%	7.86%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	5.50%	9.31%	11.29%	13.89%
营业收入	13,756	17,943	20,927	28,433					
营业成本	11,369	14,337	16,386	22,320	偿债能力				
营业税金及附加	62	67	72	76	资产负债率	63.17%	61.32%	59.86%	58.43%
营业费用	171	179	230	313	流动比率	0.81	0.80	0.78	0.77
管理费用	996	1,292	1,580	2,113	速动比率	0.71	0.70	0.68	0.67
财务费用	618	682	837	1,137					
资产减值损失	190	192	194	195	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.41	0.45	0.58
投资净收益	65	230	354	520	应收账款周转率	6.75	6.50	7.32	9.56
营业利润	491	1,425	1,982	2,799	应付账款周转率	3.49	3.15	3.47	4.55
营业外收入	390	394	398	402	每股指标(元)				
营业外支出	8	8	8	8	每股收益	0.23	0.45	0.60	0.80
利润总额	873	1,811	2,372	3,193	每股经营现金	0.61	0.62	0.73	0.91
所得税	84	269	314	426	每股净资产	5.65	6.25	6.84	7.47
净利润	789	1,542	2,058	2,766	估值比率				
少数股东损益	157	293	390	531	P/E	31.83	26.10	19.54	14.58
归属母公司净利润	633	1,249	1,668	2,235	P/B	1.28	1.87	1.71	1.57
EBITDA	2,519	2,922	3,494	4,326	EV/EBITDA	16.03	17.70	14.17	10.87

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com