

2021年01月07日

# 硅片景气度向上，混改后经营效率迎来新预期

## 中环股份(002129)

### 事件概述

①根据雅虎信息，中国台湾环球晶圆董事长徐秀兰预期，2021年半导体硅片现货价格有望上涨，产业供需紧缺为主要原因；其中，预计将以12英寸硅片的价格调升比例最大；预期2021年半导体硅片景气度有望持续向上。

②2020年12月31日，中环股份发布关于控股股东完成工商登记变更的公告。公司于2020年12月30日收到中环电子通知，中环电子已完成本次股权转让工商变更登记手续。中环电子股东由天津津智国有资本投资运营有限公司（持股比例51%）、天津渤海国有资产经营管理有限公司（持股比例49%）变更为TCL科技集团股份有限公司（持股比例100%）。

### 分析判断：

► **新建晶圆制造工厂持续投产，2021年半导体硅片景气度有望向上。**

根据雅虎信息，中国台湾环球晶圆董事长徐秀兰预期，2021年半导体硅片现货价格有望上涨，产业供需紧缺为主要原因之一；2020年硅片市场同步制造端的景气持续向上；展望2021年，随着车用市场景气复苏和中国大陆12英寸特色工艺晶圆厂的陆续投产，12英寸硅片市场景气度有望持续向上。例如，国内IDM企业士兰微、闻泰科技纷纷开工新建12英寸晶圆厂，主要用于功率、模拟等特色工艺芯片制造；**中环股份在12英寸特色工艺硅片技术国内领先，包括轻参杂和重参杂产品已经通过部分客户验证并实现量产出货**；目前公司半导体硅片产能方面，天津厂达到12英寸产能2万片/月，宜兴厂实现12英寸产能5万片/月，合计12英寸产能7万片/月；公司已规划12英寸目标产能为62万片，未来产能还会持续爬升，有望导入本土化配套，满足国内12英寸晶圆制造商的扩产窗口期。

► **中环混改顺利落地，TCL开启全面赋能上坡加油。**

中环电子已完成本次股权转让工商变更登记手续。中环电子股东变更为TCL科技集团股份有限公司（持股比例100%）；**TCL在顺利完成交割后，将全力赋能中环，具体方式包括：（1）结合资本、品牌等资源助力中环**；包括共用TCL金融产业平台，推动中环业务全球化，加快实现规模，规划资本结构，降低融资成本；未来TCL将持续助力中环，加大资源投入，助力中环发展总投资额预计超60亿；包括高效叠瓦组件、G12大尺寸硅片、第三代化合物半导体等三个主要方向；**（2）结合高效管理模式和经验，加大商业产出效能**；结合TCL高效的经营模式和产投联动能力，强

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	26.48
股票代码：	002129
52周最高价/最低价：	29.5/12.23
总市值(亿)	803.12
自由流通市值(亿)	710.53
自由流通股数(百万)	2,683.26



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080005

联系人：郑敏宏

邮箱：zhengmh@hx168.com.cn

分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050003

华西电子&电新联合覆盖

### 相关研究

1. 功率硅片景气向上，控股股东增持彰显信心  
2020.12.15
2. 半导体硅片需求和行业景气度同步向上  
2020.12.02
3. 210 硅片技术优势浮现，驱动产能提前预定  
2020.11.20
4. 2020 年半年报点评：技术&产能稳步推进，混改赋能中环上坡加油  
2020.08.28
5. 12 英寸半导特色进入增量，28nm 逻辑完成研发  
2020.07.15
6. 增发投入半导硅片项目，参与中芯战略认购  
2020.07.06

化产品线，推动光伏与半导体两大产业；**(3) 结合双方的产销体系、研发能力，提升中环技术优势**；TCL 拥有全球在地化制造和销售体系；TCL 制造体系与中环的供应商在北美、欧洲等地区高度重合；此外，中环在制造能制造、晶体生长的经验辅助 TCL 加速化合物半导体、新型显示技术突破；整合双方在智能制造的技术和经验。

**▶ 民营&市场化机制下激发企业活力，经营效率有望迎来新预期**

根据中环股份微信公众号发布致中环人的一封信讯息，公司完成混改的大背景下将发挥民营机制的优势，以最优的组织形态面对市场化竞争，满足未来高质量发展战略的推进。公司一方面传承科学的、道德的、年轻的、创新的优秀文化，另一方面也要抛弃原来行政化的组织、官僚化的行为。**公司变革将紧紧把握“改革和组织变革自上而下，市场化的薪酬自下而上”这个原则。**公司面对工业 4.0 下人才结构、人员能力、人员价值、组织协作的变化，将从组织架构重构、内部流程再造、管控授权清单梳理、人才管理体系建设、薪酬激励体系建设五个大方向出发，势在必行地开展组织变革。变革后，公司整体经营管理效率有望持续优化，相较于过往的经营效率迎来正面向上的新预期。

**投资建议**

我们维持此前盈利预测，预计 2020 至 2022 年实现营业收入分别为 219.8 亿元、270.8 亿元、353.13 亿元，同比增长 30.1%、23.2%、30.4%；实现归母净利润分别为 15.63 亿元、20.23 亿元、26.36 亿元，同比增长 73.0%、29.4%、30.3%，实现每股收益为 0.56 元/0.73 元/0.95 元，维持买入评级。

**风险提示**

半导体市场需求不如预期、半导体硅片行业竞争加剧、系统性风险等。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,756	16,887	21,977	27,075	35,313
YoY (%)	42.6%	22.8%	30.1%	23.2%	30.4%
归母净利润(百万元)	632	904	1,563	2,023	2,636
YoY (%)	8.2%	42.9%	73.0%	29.4%	30.3%
毛利率 (%)	17.4%	19.5%	19.6%	19.8%	19.8%
每股收益 (元)	0.23	0.32	0.56	0.73	0.95
ROE	4.7%	6.4%	6.7%	6.1%	6.1%
市盈率	126.65	91.03	52.02	39.90	30.66

资料来源：Wind、华西证券研究所

华西电子-走进“芯”时代系列深度报告，全面覆盖半导体设计、制造、封测、设备、材料等各产业链环节和重点公司，敬请关注公众号“远峰电子”



## 华西电子【走进“芯”时代系列深度报告】

- 1、芯时代之一\_半导体重磅深度《新兴技术共振进口替代，迎来全产业链投资机会》
- 2、芯时代之二\_深度纪要《国产芯投资机会暨权威专家电话会》
- 3、芯时代之三\_深度纪要《半导体分析和投资策略电话会》
- 4、芯时代之四\_市场首篇模拟 IC 深度《下游应用增量不断，模拟 IC 加速发展》
- 5、芯时代之五\_存储器深度《存储产业链战略升级，开启国产替代“芯”篇章》
- 6、芯时代之六\_功率半导体深度《功率半导体处黄金赛道，迎进口替代良机》
- 7、芯时代之七\_半导体材料深度《铸行业发展基石，迎进口替代契机》
- 8、芯时代之八\_深度纪要《功率半导体重磅专家交流电话会》
- 9、芯时代之九\_半导体设备深度《进口替代促景气度提升，设备长期发展明朗》
- 10、芯时代之十\_3D/新器件《先进封装和新器件，续写集成电路新篇章》
- 11、芯时代之十一\_IC 载板和 SLP《IC 载板及 SLP，集成提升的板级贡献》
- 12、芯时代之十二\_智能处理器《人工智能助力，国产芯有望“换”道超车》
- 13、芯时代之十三\_封测《先进封装大势所趋，国家战略助推成长》
- 14、芯时代之十四\_大硅片《供需缺口持续，国产化蓄势待发》
- 15、芯时代之十五\_化合物《下一代半导体材料，5G 助力市场成长》
- 16、芯时代之十六\_制造《国产替代加速，拉动全产业链发展》
- 17、芯时代之十七\_北方华创《双结构化持建机遇，由大做强倍显张力》
- 18、芯时代之十八\_斯达半导《铸 IGBT 功率基石，创多领域市场契机》
- 19、芯时代之十九\_功率半导体深度②《产业链逐步成熟，功率器件迎黄金发展期》
- 20、芯时代之二十\_汇顶科技《光电传感创新领跑，多维布局引领未来》
- 21、芯时代之二十一\_华润微《功率半导专芯致志，特色工艺术业专攻》
- 22、芯时代之二十二\_大硅片\*重磅深度《半导材料第一蓝海，硅片融合工艺创新》
- 23、芯时代之二十三\_卓胜微《5G 赛道射频芯片龙头，国产替代正当时》
- 24、芯时代之二十四\_沪硅产业《硅片“芯”材蓄势待发，商用量产空间广阔》
- 25、芯时代之二十五\_韦尔股份《光电传感稳创领先，系统方案展创宏图》
- 26、芯时代之二十六\_中环股份《半导硅片厚积薄发，特有赛道独树一帜》
- 27、芯时代之二十七\_射频芯片《射频芯片千亿空间，国产替代曙光乍现》
- 28、芯时代之二十八\_中芯国际《代工龙头创领升级，产业联动芯火燎原》
- 29、芯时代之二十九\_寒武纪《AI 芯片国内龙头，高研发投入前景可期》
- 30、芯时代之三十\_芯朋微《国产电源 IC 十年磨一剑，铸就国内升级替代》
- 31、芯时代之三十一\_射频 PA《射频 PA 革新不止，万物互联广袤无限》

- 32、芯时代之三十二\_中微公司《国内半导刻蚀巨头，迈内生&外延平台化》
- 33、芯时代之三十三\_芯原股份《国内 IP 龙头厂商，推动 SiPaaS 模式发展》
- 34、芯时代之三十四\_模拟 IC 深度 PPT《模拟 IC 黄金赛道，本土配套渐入佳境》
- 35、芯时代之三十五\_芯海科技《高精度测量 ADC+MCU+AI，切入蓝海赛道超芯星》
- 36、芯时代之三十六\_功率&化合物深度《扩容&替代提速，化合物布局长远》
- 37、芯时代之三十七\_恒玄科技《专注智能音频 SoC 芯片，迎行业风口快速发展》

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	16,887	21,977	27,075	35,313	净利润	1,261	1,978	2,635	3,438
YoY (%)	22.8%	30.1%	23.2%	30.4%	折旧和摊销	1,976	2,578	3,4576	4,315
营业成本	13,596	17,670	21,718	28,309	营运资金变动	-1,604	-765	203	409
营业税金及附加	75	97	120	157	经营活动现金流	2,507	3,622	5,485	6,299
销售费用	143	226	272	424	资本开支	-4,622	-5,887	-6,323	-5,344
管理费用	502	725	879	1,136	投资	-115	100	100	100
财务费用	907	654	961	967	投资活动现金流	-5,273	-5,987	-6,423	-5,244
资产减值损失	-99	53	35	62	股权募资	3,387	0	0	0
投资收益	288	251	329	494	债务募资	11,860	9,064	3,235	-2,934
营业利润	1,441	2,344	2,951	4,035	筹资活动现金流	4,184	8,294	2,158	3,019
营业外收支	17	10	10	10	现金净流量	1,437	1,674	1,927	2,349
利润总额	1,457	2,354	2,961	4,045	<b>主要财务指标</b>				
所得税	196	376	326	607	<b>成长能力</b>				
净利润	1,261	1,978	2,635	3,438	营业收入增长率	22.8%	30.1%	23.2%	30.4%
归属于母公司净利润	904	1,563	2,023	2,636	净利润增长率	42.9%	73.0%	29.4%	30.3%
YoY (%)	42.9%	73.0%	29.4%	30.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.32	0.56	0.73	0.95	毛利率	19.5%	19.6%	19.8%	19.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	7.5%	9.0%	9.7%	9.7%
货币资金	7,727	9,401	11,328	13,677	总资产收益率 ROA	1.8%	2.3%	2.4%	2.7%
预付款项	740	972	1,216	1,614	净资产收益率 ROE	6.4%	6.7%	6.1%	6.1%
存货	1,554	1,985	2,440	3,180	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	6,193	7,761	9,034	11,030	流动比率	1.04	0.71	0.65	0.74
流动资产合计	16,215	18,422	20,555	23,651	速动比率	0.89	0.59	0.54	0.59
长期股权投资	1,813	1,713	1,613	1,513	现金比率	0.50	0.30	0.25	0.24
固定资产	20,490	38,524	51,568	59,622	资产负债率	58.2%	56.3%	52.2%	46.5%
无形资产	1,870	1,870	1,870	1,870	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	32,904	50,875	64,479	73,093	总资产周转率	0.34	0.32	0.32	0.37
资产合计	49,119	69,297	85,034	96,744	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	4,423	13,487	16,722	13,788	每股收益	0.32	0.56	0.73	0.95
应付账款及票据	6,273	7,746	9,520	12,410	每股净资产	5.06	8.40	11.90	15.62
其他流动负债	4,893	4,832	5,197	5,789	每股经营现金流	0.90	1.30	1.97	2.26
流动负债合计	15,589	26,065	31,440	31,986	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	7,681	7,681	7,681	7,681	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	5,300	5,300	5,300	5,300	PE	91.03	52.02	39.90	30.66
非流动负债合计	12,981	12,981	12,981	12,981	PB	5.76	3.47	2.45	1.86
负债合计	28,570	39,045	44,420	44,967					
股本	2,785	2,785	2,785	2,785					
少数股东权益	6,451	6,865	7,478	8,281					
股东权益合计	20,549	30,252	40,613	51,778					
负债和股东权益合计	49,119	69,297	85,034	96,744					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

郑敏宏：华西证券研究所电子行业分析师，北京大学计算机硕士，2019年7月加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。