中环股份（002129.SZ）

一季度业绩超市场预期，G12 年化产能突破 27GW

事件：中环股份一季报点评。

一季度业绩超预期，盈利能力稳步提升。根据公司一季报，2020 年一季度公司实现收入 74.63 亿元，同比增长 65.23%，实现归属母公司净利润 5.41 亿元，同比增长 114.58%，达到前期业绩预告上限，业绩超出市场预期。2021 年一季度公司盈利能力环比继续提升，2021 年一季度实现毛利率 20.34%，环比提升 1.52pcts。

财务费用大幅下降，混改成果逐步体现。2021 年一季度公司财务费用为 1.67 亿元，其中利息费用为 2.16 亿元，环比 2020 年四季度下降明显。2020 年公司完成混改，TCL 入局成为公司大股东。TCL 入局后，公司管理机制和决策流程变得更为灵活。另外 TCL 还有望从资金成本、产业协同等多方面提升公司竞争力，公司混改成果逐步体现。

硅棒月产量突破 2 万吨，G12 年化产能达到 27GW，公司硅片竞争力逐步提升。根据公司官方公众号新闻，2021 年 4 月，公司晶体产出突破 2 万吨，年化产出超过 60GW，较原计划提前两月，其中，G12 单晶年化产出达到 27GW/年，占比提升至 45%。公司大硅片产品持续释放。2021 年第一季度，公司光伏单晶硅片对外出货量折合 13.2GW，外销硅片全球市占率达到 41%，位居全球第一。公司硅片竞争力持续提升。

半导体项目稳步推进，扩产有序进行。今年以来，半导体行业维持高景气周期，一季度随着公司半导体新产能的持续爬坡，公司一季度半导体营收同比增长 80%，全年有望维持高速增长。目前，公司已有 6 英寸及以下已有产能 50 万片/月，8 英寸已有产能 60 万片/月，12 英寸已有产能 7 万片/月；公司积极推进项目扩产，预计到 2021 年末，8 英寸产能将提升至 75 万片/月，12 英寸产能将提升至 17 万片/月，项目扩产有序推进。

启动新一轮融资计划，提升公司 G12 环节竞争力。公司发布《2021 年非公开发行 A 股股票预案》，计划募集 90 亿元，用于宁夏中环 50GW G12 硅片的项目扩产。2021 年 2 月，中环股份和银川经济技术开发区管理委员会签署战略合作协议，中环股份计划和宁夏回族自治区人民政府及银川经济技术开发区管理委员会就共同在银川市投资建设 50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智能工厂及相关配套产业，项目总投资 120 亿元，其中宁夏回族自治区政府给予中环优势产业电价补贴、参与电力直接交易等政策，并项目列入自治区级重点项目，给予重点支持和帮助。中环股份加快 210 硅片产能规划，该项目投产后，公司单晶硅片总产能有望达到 135GW，加快推进 210 产业链发展。

盈利预测：预计公司 2021~2023 年实现归母净利润 28.77/35.34/41.58 亿元，对应估值 29.3/23.9/20.3 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不及预期，价格不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,887	19,057	35,768	45,438	53,397
增长率 yoy（%）	22.8	12.8	87.7	27.0	17.5
归母净利润（百万元）	904	1,089	2,877	3,534	4,158
增长率 yoy（%）	42.9	20.5	164.2	22.8	17.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.30	0.36	0.95	1.17	1.37
净资产收益率（%）	6.1	5.3	12.8	13.7	13.9
P/E（倍）	93.3	77.4	29.3	23.9	20.3
P/B（倍）	6.3	4.4	3.8	3.3	2.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
04 月 27 日收盘价	27.79
总市值(百万元)	84,285.03
总股本(百万股)	3,032.93
其中自由流通股(%)	96.64
30 日日均成交量(百万股)	30.41

股价走势

作者

分析师 王磊
执业证书编号：S0680518030001
邮箱：wanglei1@gszq.com
分析师 杨润思
执业证书编号：S0680520030005
邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

1、《中环股份（002129.SZ）：2020 年业绩符合预期，210 硅片加速推进》2021-03-11
2、《中环股份（002129.SZ）：携手宁夏扩产 50GW》2021-02-01
3、《中环股份（002129.SZ）：三季报业绩符合预期，经营性现金流大幅增长》2020-10-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16215	16085	20378	16561	25945
现金	7727	7516	1788	2272	2670
应收票据及应收账款	3371	2480	8501	5448	10944
其他应收款	219	93	493	252	624
预付账款	740	838	2125	1639	2784
存货	1554	2144	4456	3935	5908
其他流动资产	2603	3014	3014	3014	3014
非流动资产	32904	42635	63148	74034	82216
长期投资	1813	3174	4563	5939	7317
固定资产	20490	25273	44787	54506	61205
无形资产	2493	3333	3693	4081	4500
其他非流动资产	8108	10854	10105	9508	9194
资产总计	49119	58720	83526	90594	108161
流动负债	15589	17330	35804	38946	52998
短期借款	4423	1692	10466	17705	20542
应付票据及应付账款	6273	7199	16843	13723	22133
其他流动负债	4893	8439	8495	7518	10323
非流动负债	12981	13308	15713	14696	12389
长期借款	10725	11225	13629	12612	10305
其他非流动负债	2255	2084	2084	2084	2084
负债合计	28570	30638	51516	53643	65386
少数股东权益	6451	8874	10107	11622	13404
股本	2785	3033	3033	3033	3033
资本公积	7719	12389	12389	12389	12389
留存收益	2815	3766	7381	11783	16968
归属母公司股东权益	14098	19207	21902	25330	29370
负债和股东权益	49119	58720	83526	90594	108161

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2507	2859	10173	10469	14691
净利润	1261	1476	4110	5048	5940
折旧摊销	1976	2152	2844	4169	5113
财务费用	907	1029	1231	1881	2103
投资损失	-288	-303	-183	-210	-246
营运资金变动	-1604	-1697	2192	-394	1804
其他经营现金流	255	202	-22	-26	-24
投资活动现金流	-5273	-7426	-23152	-14819	-13026
资本支出	4643	3657	19124	9510	6804
长期投资	-115	-2370	-1389	-1358	-1378
其他投资现金流	-744	-6139	-5417	-6667	-7599
筹资活动现金流	4184	4135	-1521	-2406	-4104
短期借款	470	-2731	0	0	0
长期借款	3388	499	2404	-1016	-2308
普通股增加	0	248	0	0	0
资本公积增加	2	4670	0	0	0
其他筹资现金流	324	1449	-3925	-1390	-1797
现金净增加额	1437	-526	-14501	-6756	-2439

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16887	19057	35768	45438	53397
营业成本	13596	15464	27596	35084	41156
营业税金及附加	75	127	177	234	283
营业费用	143	159	304	386	454
管理费用	502	644	1208	1363	1602
研发费用	574	619	1073	1363	1602
财务费用	907	1029	1231	1881	2103
资产减值损失	-99	-25	39	39	39
其他收益	221	370	220	270	287
公允价值变动收益	0	70	17	22	27
投资净收益	288	303	183	210	246
资产处置收益	29	-21	5	5	-4
营业利润	1441	1631	4566	5594	6715
营业外收入	28	71	132	155	97
营业外支出	11	10	8	10	10
利润总额	1457	1692	4689	5740	6801
所得税	196	217	579	691	861
净利润	1261	1476	4110	5048	5940
少数股东损益	358	387	1233	1515	1782
归属母公司净利润	904	1089	2877	3534	4158
EBITDA	4177	4462	8541	11525	13717
EPS（元）	0.30	0.36	0.95	1.17	1.37

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.8	12.8	87.7	27.0	17.5
营业利润(%)	193.7	13.2	179.9	22.5	20.0
归属于母公司净利润(%)	42.9	20.5	164.2	22.8	17.7
获利能力					
毛利率(%)	19.5	18.9	22.8	22.8	22.9
净利率(%)	5.4	5.7	8.0	7.8	7.8
ROE(%)	6.1	5.3	12.8	13.7	13.9
ROIC(%)	5.5	5.1	9.8	10.6	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	52.2	61.7	59.2	60.5
净负债比率(%)	61.0	45.8	85.1	90.9	79.8
流动比率	1.0	0.9	0.6	0.4	0.5
速动比率	0.7	0.6	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.7	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	1.9	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.95	1.17	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.94	3.35	3.45	4.84
每股净资产(最新摊薄)	4.40	6.33	7.22	8.35	9.68
估值比率					
P/E	93.3	77.4	29.3	23.9	20.3
P/B	6.3	4.4	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	24.7	23.7	14.2	11.2	9.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com