

SNEC 将推全新高效叠瓦组件，产品技术持续升级

中环股份(002129)

事件概述

6月3日-5日，一年一度的全球光伏盛会 SNEC 将在上海举行。公司控股子公司环晟光伏有望推出新一代高效叠瓦组件，融合新型高效 PERC 双面电池、大尺寸硅片技术、推动更低的成本，助力全球平价上网。

分析判断：

►推出新一代产品，降本增效加速项目推进

2019年7月中环股份收购东方环晟40%的股权，收购完成后持有其77%的股份，取得公司合作方 SunPower 全球专利高效叠瓦组件技术的知识产权许可授权，开启公司通过并购方式提升综合竞争力。环晟光伏致力于 G12 大尺寸硅片技术和高效叠瓦组件技术两大平台的开发及融合，打造全球领先的，功率、效率兼优的叠瓦组件产品。同时致力于提升更可靠、更具成本效益的制造生产能力，依托优异的产品价值，为客户带来更高回报率。2021年公司围绕着叠瓦组件产品的性能提升、成本下降，在拥有知识产权的、差异化的叠瓦组件技术基础上持续技术创新和投入，通过自主创新和与上游同行业领先的专业电池厂的协同创新、联合创新实现适用于叠瓦电池组件的 PERC 3.0 电池技术升级，在此基础上进一步提升公司在电池技术创新的技术开发能力，加速推进公司制造基地的项目建设和投达产进度，实现叠瓦组件的规模化运营。公司在江苏投产、天津投建的 G12 高效叠瓦组件项目已实现全新一代产品下线，综合性能行业领先。

►2021年风电光伏建设方案落地，户用补贴超预期

目前，国家能源局正式发布了《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，正式敲定2021年风电光伏全国保障性规模不低于90GW，并通过建立消纳责任权重引导机制、并网多元保障机制、保障性并网竞争性配置机制等三大长效机制保障新能源的顺利并网与消纳。另外，文件明确今年户用光伏补贴总额5亿元，高于之前的市场预期。

►非公开发行加码 G12 单晶硅产品量产规模

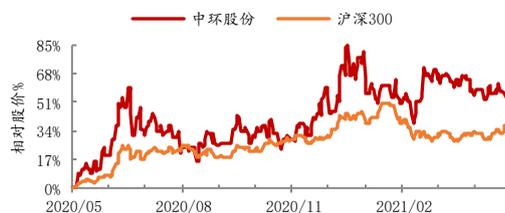
公司拟非公开发行股票，募集资金总额不超过90亿元，扣除发行费用后将全部用于“50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智慧工厂项目”。2021年2月，宁夏中环六期项目签约落地，继续新增G12产能，并通过技改提高现有产能。宁夏银川新建50GW产能工厂，在3月下旬开工建设，预计年底前开始投产，力争2022年底全部投产，2023年达产，并相应规划建设DW产能，将进一步巩固和提升公司在G12太阳能级单晶硅材料技术和产能优势。

投资建议

维持此前盈利预测，我们预计2021-2023年公司营收分别为

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：	27.03
股票代码：	002129
52周最高价/最低价：	33.43/17.59
总市值(亿)	819.80
自由流通市值(亿)	792.25
自由流通股数(百万)	2,931.01



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

分析师：熊军

邮箱：xiongjun@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519120001

分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050003

华西电子&电新团队联合覆盖

相关研究

1. 【华西电子】中环股份(002129.SZ)：Q1业绩高速增长，光伏新能源材料产出提速
2021.04.28
2. 【华西电子】中环股份(002129.SZ)：Q1收入&净利润均创历史新高，G12硅片竞争力提升
2021.04.11
3. 【华西电子】中环股份(002129)：半导体&光伏产能加速扩张，业绩稳定增长
2021.03.10

274.87 亿元、398.50 亿元、494.07 亿元，归母净利润分别为 21.68 亿元、34.17 亿元、44.39 亿，实现每股收益为 0.71 元、1.13 元、1.46 元，2021-2023 年对应现价 PE 分别为 40.3 倍、25.6 倍、19.7 倍，公司通过工艺进步和工业 4.0 应用深入提升原有产能，公司光伏硅材料的产销规模持续扩大，业绩有望稳步提升，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,887	19,057	27,487	39,850	49,407
YoY (%)	22.8%	12.8%	44.2%	45.0%	24.0%
归母净利润(百万元)	904	1,089	2,168	3,417	4,439
YoY (%)	42.9%	20.5%	99.1%	57.6%	29.9%
毛利率 (%)	19.5%	18.9%	19.6%	19.6%	21.1%
每股收益 (元)	0.30	0.36	0.71	1.13	1.46
ROE	6.4%	5.7%	10.1%	13.8%	15.2%
市盈率	96.66	80.21	40.29	25.56	19.68

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》
- 38、芯时代之三十八_和而泰《从高端到更高端，芯平台创新格局》
- 39、芯时代之三十九_家电芯深度 PPT《家电芯配套渐完善，增存量机遇筑蓝海》

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,057	27,487	39,850	49,407	净利润	1,476	2,924	4,642	6,013
YoY (%)	12.8%	44.2%	45.0%	24.0%	折旧和摊销	2,152	1,976	1,976	1,976
营业成本	15,464	22,105	32,023	38,968	营运资金变动	-1,697	-2,377	634	271
营业税金及附加	127	153	229	289	经营活动现金流	2,859	2,922	8,106	9,282
销售费用	159	249	348	593	资本开支	-3,607	-19,877	-15,611	-10,627
管理费用	644	903	956	1,233	投资	-2,996	100	100	100
财务费用	1,029	632	1,278	1,547	投资活动现金流	-7,426	-19,440	-14,959	-9,896
资产减值损失	-25	53	35	62	股权募资	6,552	0	0	0
投资收益	303	396	612	692	债务募资	11,090	17,590	8,363	2,392
营业利润	1,631	3,470	5,205	7,064	筹资活动现金流	4,135	16,729	6,853	614
营业外收支	61	10	10	10	现金净流量	-526	210	0	0
利润总额	1,692	3,480	5,215	7,074	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	217	556	574	1,061	成长能力				
净利润	1,476	2,924	4,642	6,013	营业收入增长率	12.8%	44.2%	45.0%	24.0%
归属于母公司净利润	1,089	2,168	3,417	4,439	净利润增长率	20.5%	99.1%	57.6%	29.9%
YoY (%)	20.5%	99.1%	57.6%	29.9%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.71	1.13	1.46	毛利率	18.9%	19.6%	19.6%	21.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	7.7%	10.6%	11.6%	12.2%
货币资金	7,516	7,726	7,726	7,726	总资产收益率 ROA	1.9%	2.7%	3.4%	4.0%
预付款项	838	1,216	1,793	2,221	净资产收益率 ROE	5.7%	10.1%	13.8%	15.2%
存货	2,144	2,483	3,597	4,377	偿债能力				
其他流动资产	5,587	9,256	12,201	14,501	流动比率	0.93	0.56	0.50	0.51
流动资产合计	16,085	20,681	25,318	28,825	速动比率	0.75	0.46	0.39	0.39
长期股权投资	3,174	3,074	2,974	2,874	现金比率	0.43	0.21	0.15	0.14
固定资产	25,273	43,307	56,351	64,405	资产负债率	52.2%	61.8%	64.1%	62.7%
无形资产	2,613	2,613	2,613	2,613	经营效率				
非流动资产合计	42,635	60,508	74,112	82,726	总资产周转率	0.32	0.34	0.40	0.44
资产合计	58,720	81,189	99,430	111,551	每股指标 (元)				
短期借款	1,692	19,282	27,645	30,037	每股收益	0.36	0.71	1.13	1.46
应付账款及票据	7,199	9,690	14,037	17,082	每股净资产	6.33	7.05	8.17	9.64
其他流动负债	8,439	7,904	8,792	9,463	每股经营现金流	0.94	0.96	2.67	3.06
流动负债合计	17,330	36,875	50,474	56,583	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	9,226	9,226	9,226	9,226	估值分析				
其他长期负债	4,083	4,083	4,083	4,083	PE	80.21	40.29	25.56	19.68
非流动负债合计	13,308	13,308	13,308	13,308	PB	4.03	4.09	3.52	2.99
负债合计	30,638	50,184	63,783	69,891					
股本	3,033	3,033	3,033	3,033					
少数股东权益	8,874	9,631	10,855	12,430					
股东权益合计	28,081	31,005	35,647	41,660					
负债和股东权益合计	58,720	81,189	99,430	111,551					

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。

熊军：华西证券研究所电子行业分析师，东南大学集成电路专业硕士，英伟达、赛迪顾问等实业工作经验；2019年中国证券分析师金翼奖通信行业第一名，2019年11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。