

公司研究

半导体行业高景气，公司出货有望超预期

——中环股份（002129.SZ）定增获证监会受理点评

要点

事件：公司于 2021 年 6 月 17 日晚发布公告，拟募资 90 亿建设 50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智慧工厂项目的定增预案获得证监会受理。

12 英寸硅片取得积极进展，国产替代背景下公司出货有望超预期。中国 12 英寸硅片主要依赖进口，国产化率 10-15%，8 英寸硅片也只有少数厂商可以供应，国产替代空间广阔。长期来看，在中美博弈背景下，政策红利和国产替代是未来中国半导体行业的主旋律，而阶段性的供给紧缺亦将推动行业景气度向上。公司作为国内领先的 8 英寸硅片供应企业，在 12 英寸硅片的关键技术、产品质量性能上均取得积极进展，已量产供应国内主要数字逻辑芯片、存储芯片生产商；2021 年正加大内蒙古、天津、江苏基地投资和资产结构调整，并有序推动公司产品对各类芯片的覆盖，未来在半导体硅片的出货和盈利有望超预期。

光伏行业装机量预期逐步修复，G12 硅片助力公司盈利能力和市场竞争力行业领先。光伏行业协会召开热点难点问题座谈会，意在稳定市场价格，在此背景下本周硅料和硅片价格企稳；发改委发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，强调风光发电平价上网。光伏产业迎来“政策底”，2021 年新增光伏装机量预期正逐步修复，公司 G12 硅片出货量有望持续提升；公司硅片环节顺价较为顺利，在硅片价格企稳乃至下降的背景下公司灵活的定价策略亦能保障盈利能力的维持。2020 年底公司硅片总产能达 55GW，90 亿定增落地后将带动公司硅片产能突破 100GW，其中 G12 占比近 80%，公司在 G12 产能和产品端（工业 4.0）的优势将进一步提升，盈利能力和市场竞争力有望持续扩大。

TCL 科技入主后新机制使公司决策加速，效率提升有助于提升盈利。TCL 科技将通过自身的资金、管理优势、产投联动能力赋能中环股份。在新体制和机制下优势初步显现，使得公司决策流程更短、速度显著加快，运行效率更高，市场反应更加敏捷，助力公司业绩提升，使公司在光伏及半导体材料及功率半导体器件领域保持竞争力。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 28.23/36.46/46.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.20/1.52 元，当前股价对应 21 年 PE 为 33 倍。考虑到公司属于硅片环节双寡头之一，公司推出的技术革新产品 G12 大硅片领先于行业，有助于公司提升光伏级硅片盈利水平；同时在半导体硅片这一科技属性赛道取得进一步突破后，在半导体行业政策红利、国产替代、景气度提升的三重因素下公司估值有望持续提升，**维持“买入”评级。**

风险提示：210 硅片出货及盈利不及预期；半导体硅片产能投放及销售不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,887	19,057	33,515	42,822	52,031
营业收入增长率	22.76%	12.85%	75.87%	27.77%	21.50%
净利润（百万元）	904	1,089	2,823	3,646	4,604
净利润增长率	42.93%	20.51%	159.20%	29.15%	26.30%
EPS（元）	0.32	0.36	0.93	1.20	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.41%	5.67%	12.92%	14.48%	15.67%
P/E	95	86	33	26	20
P/B	6.1	4.9	4.3	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-17

买入（维持）

当前价：30.95 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

联系人：陈无忌

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	30.33
总市值(亿元)	938.69
一年最低/最高(元)	18.93/33.43
近 3 月换手率	99.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.19	3.87	32.57
绝对	13.77	3.31	59.27

资料来源：Wind

相关研报

2021Q1 业绩超预期，G12 硅片产销逐月增长——中环股份（002129.SZ）2021 年一季度业绩预告点评（2021-04-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,887	19,057	33,515	42,822	52,031
营业成本	13,596	15,464	27,195	34,820	42,528
折旧和摊销	1,950	2,127	2,336	2,708	3,084
税金及附加	75	127	224	286	348
销售费用	143	159	271	347	421
管理费用	502	644	871	1,028	1,197
研发费用	574	619	838	1,028	1,145
财务费用	907	1,029	784	997	1,119
投资收益	288	303	150	150	150
营业利润	1,441	1,631	3,638	4,636	5,813
利润总额	1,457	1,692	3,638	4,639	5,831
所得税	196	217	466	594	746
净利润	1,261	1,476	3,173	4,046	5,084
少数股东损益	358	387	350	400	480
归属母公司净利润	904	1,089	2,823	3,646	4,604
EPS(元)	0.32	0.36	0.93	1.20	1.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,507	2,859	5,841	7,154	8,434
净利润	904	1,089	2,823	3,646	4,604
折旧摊销	1,950	2,127	2,336	2,708	3,084
净营运资金增加	3,344	-1,397	6,289	4,170	4,386
其他	-3,691	1,040	-5,607	-3,369	-3,640
投资活动产生现金流	-5,273	-7,426	-5,319	-5,375	-5,350
净资本支出	-4,622	-3,607	-5,180	-5,500	-5,500
长期投资变化	1,813	3,174	0	0	0
其他资产变化	-2,464	-6,993	-139	125	150
融资活动现金流	4,184	4,135	5,368	1,944	599
股本变化	0	248	0	0	0
债务净变化	2,520	451	6,001	3,044	1,910
无息负债变化	-924	1,617	2,279	643	338
净现金流	1,437	-526	5,890	3,723	3,683

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.5%	18.9%	18.9%	18.7%	18.3%
EBITDA 率	25.4%	24.1%	20.1%	19.2%	19.0%
EBIT 率	13.7%	12.8%	13.1%	12.9%	13.1%
税前净利润率	8.6%	8.9%	10.9%	10.8%	11.2%
归母净利润率	5.4%	5.7%	8.4%	8.5%	8.8%
ROA	2.6%	2.5%	4.5%	5.2%	6.0%
ROE (摊薄)	6.4%	5.7%	12.9%	14.5%	15.7%
经营性 ROIC	5.7%	5.0%	7.4%	8.3%	9.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	52%	56%	55%	53%
流动比率	1.04	0.93	1.00	1.08	1.20
速动比率	0.94	0.80	0.89	0.98	1.10
归母权益/有息债务	0.77	1.02	0.88	0.90	0.99
有形资产/有息债务	2.50	2.90	2.65	2.62	2.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	49,119	58,720	69,991	77,406	84,334
货币资金	7,727	7,516	13,406	17,129	20,812
交易性金融资产	0	375	375	375	375
应收帐款	2,451	2,084	3,048	3,505	3,785
应收票据	920	396	1,005	1,285	1,561
其他应收款 (合计)	219	93	197	244	290
存货	1,554	2,144	2,670	2,736	2,927
其他流动资产	2,603	2,440	2,440	2,440	2,440
流动资产合计	16,215	16,085	24,244	28,842	33,354
其他权益工具	247	173	173	173	173
长期股权投资	1,813	3,174	3,174	3,174	3,174
固定资产	20,490	25,273	29,272	32,462	35,936
在建工程	4,865	7,736	6,591	5,905	4,577
无形资产	1,870	2,613	2,922	3,211	3,480
商誉	215	215	215	215	215
其他非流动资产	1,170	1,254	1,543	1,543	1,543
非流动资产合计	32,904	42,635	45,747	48,564	50,980
总负债	28,570	30,638	38,919	42,606	44,854
短期借款	4,423	1,692	6,693	8,738	9,648
应付账款	2,991	4,513	5,439	5,223	5,103
应付票据	3,283	2,686	3,263	3,482	3,402
预收账款	1,185	0	0	0	0
其他流动负债	16	8	52	80	107
流动负债合计	15,589	17,330	24,278	26,751	27,787
长期借款	7,681	9,226	10,226	11,226	12,226
应付债券	3,044	1,999	1,999	1,999	1,999
其他非流动负债	227	285	618	832	1,044
非流动负债合计	12,981	13,308	14,641	15,855	17,067
股东权益	20,549	28,081	31,072	34,800	39,480
股本	2,785	3,033	3,033	3,033	3,033
公积金	7,819	12,523	12,805	13,170	13,630
未分配利润	2,715	3,632	5,991	8,955	12,694
归属母公司权益	14,098	19,207	21,848	25,176	29,376
少数股东权益	6,451	8,874	9,224	9,624	10,104

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.85%	0.83%	0.81%	0.81%	0.81%
管理费用率	2.97%	3.38%	2.60%	2.40%	2.30%
财务费用率	5.37%	5.40%	2.34%	2.33%	2.15%
研发费用率	3.40%	3.25%	2.50%	2.40%	2.20%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.06	0.10	0.13	0.17
每股经营现金流	0.90	0.94	1.93	2.36	2.78
每股净资产	5.06	6.33	7.20	8.30	9.69
每股销售收入	6.06	6.28	11.05	14.12	17.16

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	95	86	33	26	20
PB	6.1	4.9	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	26.7	27.7	19.8	16.6	14.1
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE