

# 中环股份 (002129.SZ)

## 210 硅片龙头充分受益大尺寸趋势，激励计划落地激发企业潜力

光伏利好政策相继出台，产业链价格有所松动，行业景气正在逐步复苏。国内方面，2021年风光开发建设政策与上网电价政策相继落地，政策明确，2021年保障性并网规模将不低于90GW，同时，2021年取消竞争性配置，电价以火电电价为基准，风电光伏项目收益率有保证，国内需求有望释放，预计全年国内装机量55-60GW。海外方面，美国参议院推出新版ITC政策，将抵免比例从26%提升至30%，补贴时间也得到进一步延长，预计推动2021年美国光伏装机量超24GW，未来几年实现快速增长；欧洲作为全球能源转型先行者，制定了更加严格的温室气体减排目标，据SolarPower Europe估计，欧洲未来十年新增装机有望达到55GW，2021年新增装机将达到28.8GW。进入六月以来，光伏产业链上游价格有所松动，后续若产业链价格企稳，有望推动光伏装机需求稳步释放，行业景气正在逐步复苏。

**210 硅片引领行业向大尺寸转型，下游需求快速提升，210 硅片为公司业绩提供稳定支撑。**中环于2019年正式推出210大尺寸硅片，增大硅片尺寸后，一方面可以带来各生产环节非硅成本的下降，另一方面可以大幅提升组件功率，带来BOS成本的下降，最终实现光伏度电成本的降低。进入2021年以来，针对210高功率组件的产业链配套逐步完善，各家组件企业也将产品研发重心转移到210组件，使得210组件下游关注度快速提升，根据PVInfoLink的数据，截止到2021年5月，210产品市占率已达17%，且处于稳定增长态势，210硅片维持供不应求状态。公司积极扩充产能，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%。210硅片有望为公司今年业绩带来强力支撑。

**TCL 入主优化公司治理，员工激励落地，补齐过去短板，实现公司、员工、股东利益绑定，发展目标一致型，推动公司在光伏+半导体双赛道高速发展。**2020年TCL正式成为中环第一大股东。TCL入主后，积极优化公司治理，决策效率明显提升，产能扩张节奏加快，预计2021年底公司将形成85GW硅片产能，宁夏六期项目投产后将实现135GW产能，其中210产能有望达到100GW，加快推进210产业链发展。此外，TCL有望从资金成本、激励机制等方面为公司提供助力，2021Q1公司利息费用同环比下降明显。6月20日，公司同时发布股份回购计划、员工持股计划、股权激励计划。本次员工激励计划落地，旨在通过激励机制赋能员工，实现公司、员工、股东发展方向和目标高度一致，积极补齐过去短板，推动公司在光伏+半导体双赛道高速发展。

**盈利预测：**预计公司2021-2023年收入分别为441.68/460.89/552.86亿元，实现归母净利润24.67/32.72/47.61亿元，对应PE为37.2/28.1/19.3倍。

**风险提示：**2021年硅片产能释放超预期，硅片环节价格降价幅度超预期。光伏装机不及预期。预测偏差和估值风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,887	19,057	44,168	46,089	55,286
增长率 yoy (%)	22.8	12.8	131.8	4.3	20.0
归母净利润(百万元)	904	1,089	2,467	3,272	4,761
增长率 yoy (%)	42.9	20.5	126.6	32.6	45.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.36	0.81	1.08	1.57
净资产收益率 (%)	6.1	5.3	10.7	12.5	15.4
P/E(倍)	101.7	84.4	37.2	28.1	19.3
P/B(倍)	6.9	4.8	4.3	3.7	3.1

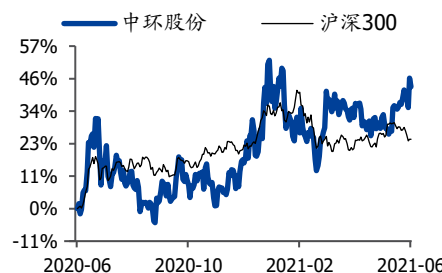
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年6月21日收盘价

增持(维持)

### 股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
6月21日收盘价(元)	32.82
总市值(百万元)	99,540.65
总股本(百万股)	3,032.93
其中自由流通股(%)	96.59
30日日均成交量(百万股)	52.97

### 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 杨润恩  
执业证书编号: S0680520030005  
邮箱: yangrunsi@gszq.com

### 相关研究

- 《中环股份(002129.SZ): 一季度业绩超市场预期, G12 年化产能突破 27GW》2021-04-28
- 《中环股份(002129.SZ): 2020 年业绩符合预期, 210 硅片加速推进》2021-03-11
- 《中环股份(002129.SZ): 携手宁夏扩产 50GW》2021-02-01



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	16215	16085	18676	17037	21302	<b>营业收入</b>	16887	19057	44168	46089	55286
现金	7727	7516	2208	2304	2764	营业成本	13596	15464	36270	36300	42612
应收票据及应收账款	3371	2480	5551	5971	6315	营业税金及附加	75	127	218	237	293
其他应收款	219	93	631	125	782	营业费用	143	159	375	392	470
预付账款	740	838	2821	997	3583	管理费用	502	644	1237	1244	1493
存货	1554	2144	4450	4625	4845	研发费用	574	619	1237	1152	1382
其他流动资产	2603	3014	3014	3014	3014	财务费用	907	1029	1564	2354	2281
<b>非流动资产</b>	32904	42635	72983	73832	83435	资产减值损失	-99	-25	39	39	39
长期投资	1813	3174	4547	5878	7230	其他收益	221	370	220	270	287
固定资产	20490	25273	54638	54365	62511	公允价值变动收益	0	70	17	22	27
无形资产	2493	3333	3693	4081	4500	投资净收益	288	303	221	228	272
其他非流动资产	8108	10854	10105	9508	9194	资产处置收益	29	-21	5	5	-4
<b>资产总计</b>	49119	58720	91659	90868	104737	<b>营业利润</b>	1441	1631	3691	4895	7299
<b>流动负债</b>	15589	17330	42309	41348	50832	营业外收入	28	71	132	155	97
短期借款	4423	1692	21128	23067	24355	营业外支出	11	10	8	10	10
应付票据及应付账款	6273	7199	10936	11752	14881	<b>利润总额</b>	1457	1692	3814	5041	7386
其他流动负债	4893	8439	10245	6529	11597	所得税	196	217	471	607	935
<b>非流动负债</b>	12981	13308	18107	13950	12002	<b>净利润</b>	1261	1476	3343	4434	6450
长期借款	10725	11225	16024	11866	9919	少数股东损益	358	387	876	1161	1690
其他非流动负债	2255	2084	2084	2084	2084	<b>归属母公司净利润</b>	904	1089	2467	3272	4761
<b>负债合计</b>	28570	30638	60416	55298	62835	EBITDA	4177	4462	8427	11747	14643
少数股东权益	6451	8874	9750	10912	12601	EPS (元)	0.30	0.36	0.81	1.08	1.57
股本	2785	3033	3033	3033	3033						
资本公积	7719	12389	12389	12389	12389						
留存收益	2815	3766	6706	10572	16203						
归属母公司股东权益	14098	19207	21492	24658	29302						
<b>负债和股东权益</b>	49119	58720	91659	90868	104737						
						<b>主要财务比率</b>					
						会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
						<b>成长能力</b>					
						营业收入(%)	22.8	12.8	131.8	4.3	20.0
						营业利润(%)	193.7	13.2	126.3	32.6	49.1
						归属于母公司净利润(%)	42.9	20.5	126.6	32.6	45.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	19.5	18.9	17.9	21.2	22.9
						净利率(%)	5.4	5.7	5.6	7.1	8.6
						ROE(%)	6.1	5.3	10.7	12.5	15.4
						ROIC(%)	5.5	5.1	7.1	9.7	11.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.2	52.2	65.9	60.9	60.0
						净负债比率(%)	61.0	45.8	129.6	107.3	89.7
						流动比率	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4
						速动比率	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6
						应收账款周转率	4.7	6.5	11.0	8.0	9.0
						应付账款周转率	1.9	2.3	4.0	3.2	3.2
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.81	1.08	1.57
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.94	2.45	3.27	5.78
						每股净资产(最新摊薄)	4.40	6.33	7.09	8.13	9.66
						<b>估值比率</b>					
						P/E	101.7	84.4	37.2	28.1	19.3
						P/B	6.9	4.8	4.3	3.7	3.1
						EV/EBITDA	26.5	25.4	16.8	12.0	9.7

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2507	2859	7436	9929	17525
净利润	1261	1476	3343	4434	6450
折旧摊销	1976	2152	3213	4560	5213
财务费用	907	1029	1564	2354	2281
投资损失	-288	-303	-221	-228	-272
营运资金变动	-1604	-1697	-442	-1164	3876
其他经营现金流	255	202	-22	-26	-24
<b>投资活动现金流</b>	-5273	-7426	-33318	-5154	-14522
资本支出	4643	3657	28975	-482	8251
长期投资	-115	-2370	-1373	-1342	-1352
其他投资现金流	-744	-6139	-5716	-6978	-7622
<b>筹资活动现金流</b>	4184	4135	1139	-6618	-3831
短期借款	470	-2731	0	0	0
长期借款	3388	499	4799	-4158	-1948
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	-3660	-2461	-1884
<b>现金净增加额</b>	1437	-526	-24744	-1843	-828

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021年6月21日收盘价

## 内容目录

一、利好政策陆续落地，平价初年光伏空间可期 .....	5
1.1 国内政策落地，加速存量，利好户用 .....	5
1.2 海外需求强劲，清洁能源转型大势所趋 .....	7
1.2.1 美国：拜登新政大力支持新能源发展，2030 光伏装机有望接近 60GW .....	7
1.2.2 欧洲：能源转型先行者，光伏装机容量有望快速增长 .....	8
二、大尺寸东风已起，引领光伏行业降本增效 .....	9
2.1 大尺寸带来全产业链降本，下游厂商积极布局 .....	9
2.2 210 组件成为热点，产业链配套逐步完善 .....	10
2.2.1 210 组件版型设计灵活，标准统一最大化终端价值 .....	10
2.2.2 600w+联盟日益壮大，产业链配套逐步完善 .....	12
2.3 660w+组件陆续获得认证，下游关注度快速提升 .....	13
三、TCL 优化公司治理，产能布局加速推进 .....	14
3.1 硅片产能快速扩张，大尺寸+薄片化推动行业降本 .....	14
3.2 叠瓦组件优势突出，210+叠瓦构建全新技术平台 .....	15
3.3 深度布局工业 4.0，技术能力领先行业竞争者 .....	16
3.4 混改效果显著，激励计划落地，公司治理改善明显 .....	17
四、盈利预测与估值 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 估值 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 2021 年各省（区、市）可再生能源电力消纳责任权重 .....	5
图表 2: 光伏存量项目梳理 .....	6
图表 3: 户用项目预测 .....	6
图表 4: 国内光伏新增并网数据 单位：万千瓦 .....	7
图表 5: 国内光伏分布式新增装机占比 单位：GW .....	7
图表 6: 美国 2010-2030E 光伏新增装机预测 单位：GW .....	8
图表 7: 美国新旧 ITC 政策抵免比例对比 .....	8
图表 8: 欧盟 27 国 2021-2024 年新增装机量预测 单位 GW .....	9
图表 9: 欧盟 27 国 2021-2024 年累计装机量预测 单位 GW .....	9
图表 10: 光伏电池片尺寸发展趋势 .....	9
图表 11: 组件系统指标对比 .....	10
图表 12: 组件 BOS 成本对比 .....	10
图表 13: 210 组件版型设计 .....	10
图表 14: 210 组件统一尺寸标准 .....	11
图表 15: 组件厂商 SNEC 展 210 组件产品 .....	11
图表 16: 固德威发布大电流逆变器产品 .....	12
图表 17: 适配 210 组件跟踪支架产品 .....	13
图表 18: 2020-2030 年不同尺寸市场占比变化趋势 .....	14
图表 19: 前 5 大单晶硅片厂商产能情况，单位：GW .....	14
图表 20: 不同厚度 G12 硅片对电池成本降幅 单位：元/W .....	15
图表 21: 组件竖向排布遮挡对比 .....	15
图表 22: 组件横向排布遮挡对比 .....	15
图表 23: 环晟光伏叠瓦 3.0 组件 .....	16
图表 24: 中环、隆基人均产出对比 单位：万元/人 .....	16
图表 25: 公司利息费用走势 单位：亿元 .....	17
图表 26: 公司员工持股计划持有人情况 .....	18
图表 27: 股权激励计划业绩考核目标 .....	18
图表 28: 硅片环节收入和毛利预测，单位：亿元 .....	18
图表 29: 半导体硅片业务盈利预测表 .....	19
图表 30: 费用率预测表 .....	19
图表 31: 同比公司估值情况，注：除中环外均为万得一致预期，时间为 2021/6/20 .....	20

## 一、利好政策陆续落地，平价初年光伏空间可期

### 1.1 国内政策落地，加速存量，利好户用

**以消纳为导向，健康推进新能源发展。**2021年5月20日，国家能源局发布《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》（以下称为《通知》）和《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》答记者问。根据本次《通知》，以后国家不再下达各省（区、市）的年度建设规模和指标，而是下达各省年度可再生能源电力消纳责任权重，通过消纳责任权重来引导各地新能源新增装机规模。从消纳角度出发，有望规避新能源发展过程中出现的限电问题，推动行业健康稳定发展。

**多元并网机制推动，风电光伏保障性并网规模不低于90GW。**根据本次通知，2021年新能源建设并网采用保障性并网和市场化并网多元保障机制，其中2021年保障性并网规模不低于90GW，对于保障性并网项目之外的项目，可以采用市场化方式进行并网，通过自建、合建共享或购买服务等市场化方式落实并网条件。

图表1: 2021年各省（区、市）可再生能源电力消纳责任权重

省（自治区、直辖市）	总量消纳责任权重		非水电消纳责任权重	
	最低值	激励值	最低值	激励值
北京	18.0%	19.8%	17.5%	19.3%
天津	17.0%	18.7%	16.0%	17.6%
河北	16.5%	18.2%	16.0%	17.6%
山西	20.0%	22.0%	19.0%	20.9%
山东	13.0%	14.3%	12.5%	13.8%
内蒙古	20.5%	22.6%	19.5%	21.5%
辽宁	15.5%	17.1%	13.5%	14.9%
吉林	28.0%	30.9%	21.0%	23.1%
黑龙江	22.0%	24.2%	20.0%	22.0%
上海	31.5%	35.0%	4.0%	4.4%
江苏	16.5%	18.2%	10.5%	11.6%
浙江	18.5%	20.5%	8.5%	9.4%
安徽	16.0%	17.6%	14.0%	15.4%
福建	19.0%	21.0%	7.5%	8.3%
江西	26.5%	29.3%	12.0%	13.2%
河南	21.5%	23.7%	18.0%	19.8%
湖北	37.0%	41.0%	10.0%	11.0%
湖南	45.0%	49.9%	13.5%	14.9%
重庆	43.5%	48.3%	4.0%	4.4%
四川	74.0%	82.0%	6.0%	6.6%
陕西	25.0%	27.6%	15.0%	16.5%
甘肃	49.5%	54.8%	18.0%	19.8%
青海	69.5%	77.0%	24.5%	27.0%
宁夏	24.0%	26.4%	22.0%	24.2%
新疆	22.0%	24.3%	12.5%	13.8%



广东	29.0%	32.2%	5.0%	5.5%
广西	43.0%	47.7%	10.0%	11.0%
海南	16.0%	17.7%	8.0%	8.8%
贵州	35.5%	39.4%	8.5%	9.4%
云南	75.0%	83.0%	15.0%	16.5%

资料来源：国家能源局，国盛证券研究所

**存量项目纳入保障性并网，加快推动存量项目建设。**本次《通知》明确指出 2020 年底前已核准且在核准有效期内的风电项目、2019 年和 2020 年平价风电光伏项目、以及竞价光伏项目直接纳入保障性并网项目范围，各省 2021 年保障性并网规模也主要用于安排存量项目。对于存量项目而言，在今年并网可以不用参加竞争性配置，经济性有所保障，存量项目有望加速在今年完成并网。

图表 2: 光伏存量项目梳理

存量项目	规模
2020 年竞价遗留项目	8~10GW (预估)
《关于公布 2020 年风电、光伏发电平价上网项目的通知》	33GW
《关于公布光伏竞价转平价上网项目的通知》	8GW

资料来源：国家能源局，国盛证券研究所

**户用补贴总盘子超预期，全年总规模有望超过 16GW，全年户用或将加速发展。**本次政策明确 2021 年户用补贴总规模为 5 亿元，根据 2021 年 4 月国家能源局发布的《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知（征求意见稿）》，2021 年户用项目度电补贴为 3 分，按照 1000 小时利用小时测算，2021 年户用带补贴项目总规模达到 16.7GW，同比去年户用总规模 10GW 大幅增长。不过考虑到今年原材料价格上行较多，不排除今年户用度电补贴或将有所上修。总体来看，本次户用政策大超市场预期。

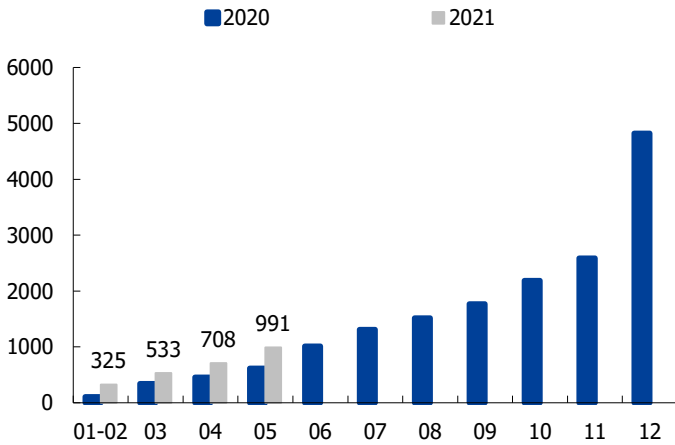
图表 3: 户用项目预测

户用补贴总盘子 (亿元)	5
户用发电年化利用小时数	1000
户用补贴强度 (元/度)	0.03
户用项目规模 (GW)	16.67

资料来源：国家能源局，国盛证券研究所，注：户用补贴强度为征求意见稿

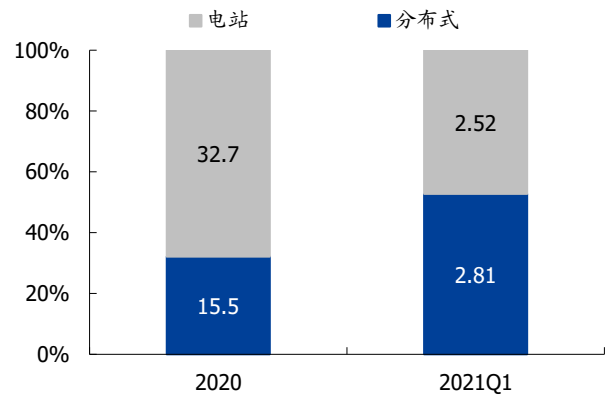
**前五月新增并网达到 9.91GW，同比增长 61%，分布式光伏装机增速明显。**根据国家能源局数据，今年前五月国内新增光伏并网装机 9.91GW，同比增长 61%。从一季度表现去看，21Q1 国内新增并网装机为 5.33GW，其中新增分布式装机达到 2.81GW，同比增长 76.7%，新增分布式装机占国内新增装机总量的 54.7%，同比提升 11.2 个百分点，相较 2020 年全年分布式占比 32.2%提升 22.5 个百分点，分布式项目装机在明显提速。

图表4: 国内光伏新增并网数据 单位: 万千瓦



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 国内光伏分布式新增装机占比 单位: GW



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**2021年电价以火电电价为基准, 稳定投资方信心。**2021年6月11日, 国家发改委, 能源局发布《2021年新能源上网电价政策的通知》, 明确表示对于2021年新备案的集中式、工商业分布式光伏和地面风电项目实行平价上网, 和前期的征求意见稿相比, 本次政策取消了竞争性配置政策, 直接执行当地燃煤发电基准电价, 有助于稳定投资者对风电光伏项目收益率的信心, 推动国内需求释放。

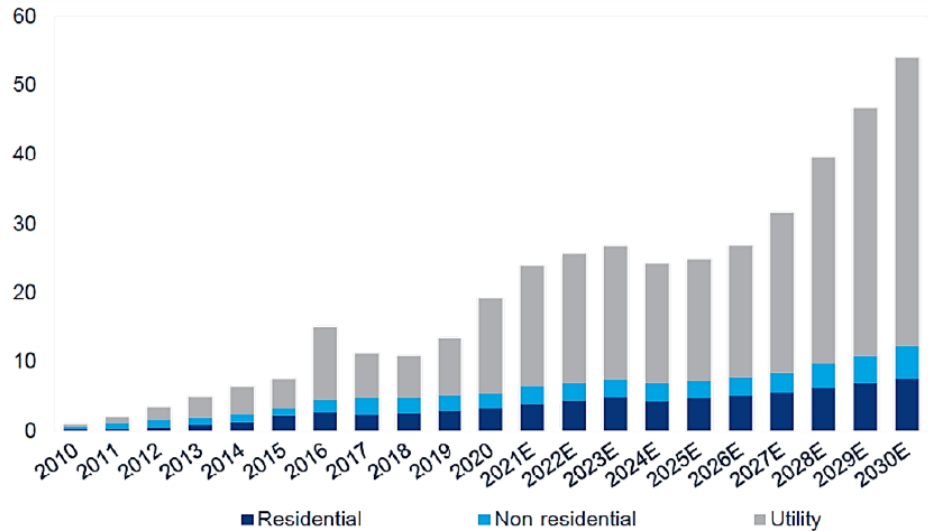
## 1.2 海外需求强劲, 清洁能源转型大势所趋

### 1.2.1 美国: 拜登新政大力支持新能源发展, 2030 光伏装机有望接近 60GW

**美国重新加入《巴黎协定》, 重申 2035 年实现 100% 清洁电力目标。**拜登上台之后, 转变了特朗普政府时期对于能源政策的态度, 积极拥抱新能源, 加速了美国向清洁能源转型的进程。2月19日, 美国正式宣布重新加入《巴黎协定》, 并重申 2035 年实现 100% 清洁电力的宏大目标。

**加大力度降低温室气体排放, 2030 年光伏年均新增装机量有望达到 60GW。**4月22日, 拜登政府在白宫组织的“地球日”峰会上宣布, 到 2030 年, 美国温室气体排放量将在 2005 年水平上减少 50%~52%。此前奥巴马曾提出到 2025 年实现排放量在 2005 年水平上减少 26~28%, 根据彭博新能源财经估计, 若按此前减排路径延续到 2030 年, 减排比例预计为 38%, 远小于最新设定的减排目标, 拜登上台后美国减排力度将显著增加。根据 SEIA 的测算, 要实现新减排目标, 到 2030 年, 美国光伏装机量须近 700GW, 年均新增装机量将从 2020 年的 19.2GW 增长到 2030 年的约 60GW。

图表 6: 美国 2010-2030E 光伏新增装机预测 单位: GW



资料来源: SEIA, Wood Mackenzie, 国盛证券研究所

**ITC 政策补贴力度不断提升, 有望刺激国内装机需求高速增长。**今年 4 月, 在《美国就业和基础设施计划》中, 为了刺激新能源装机, 拜登提出将针对清洁能源发电和储能的 ITC 和生产税收抵免 (PTC) 延长十年。在 5 月参议院最新提交的法案中, ITC 补贴力度得到进一步提升, 抵免比例提升至 30%, 同时政策的持续时间得到进一步延长, 当电力部门碳排放量比 2021 年水平低 75% 时, 补贴政策会在未来的五年内逐步取消。新的抵免政策大幅提升未来几年光伏装机的经济性, 根据 SEIA 与 Wood Mackenzie 的预测, 2021 年美国光伏装机量将超过 24GW, 未来几年也将实现高速增长。

图表 7: 美国新旧 ITC 政策抵免比例对比

	旧政策: 2020 年 12 月	新政策: 2021 年 5 月
2021	26%	30%
2022	26%	30%
2023	22%	30%
2024	10% (工商业+地面电站) 0% (户用项目)	30%
2025	0%	30% (电力部门碳排放量比 2021 年低 75% 时逐步取消补贴)

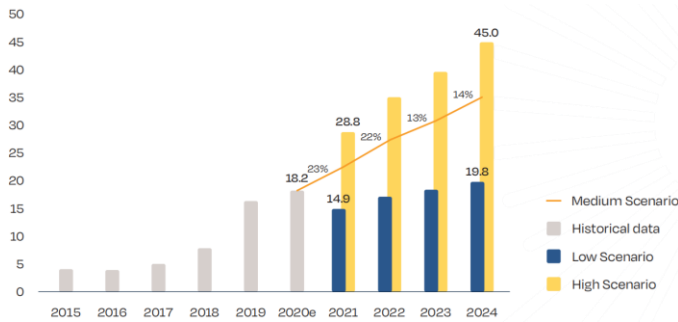
资料来源: 美国参议院财政部官网, 国盛证券研究所

### 1.2.2 欧洲: 能源转型先行者, 光伏装机容量有望快速增长

**“欧洲绿色协议”推动欧盟实现可持续发展, 2030 年光伏装机总容量有望达 700GW。**自 2019 年底, 新任的欧盟主席推出了 European Green Deal (“欧洲绿色协议”) 以来, 欧洲加快了能源转型的速度与进度, 今年 4 月, 欧洲议会和欧盟理事会就《欧洲气候法》关键内容达成临时协议, 2030 年温室气体减排目标 (相比 1990 年) 将由原有的 40% 提升至 55%。基于上述环境目标, SolarPower Europe 估计, 到 2030 年欧洲太阳能总装机容量应至少达到 700 GW, 未来十年新增装机达到 55GW。根据 SolarPower Europe 在《EU Market Outlook For Solar Power 2020-2024》中的预测, 乐观情形下, 2021 年欧盟 27 国新增装机量有望达到 28.8GW, 到 2024 年新增装机将进一步提升至 45GW。

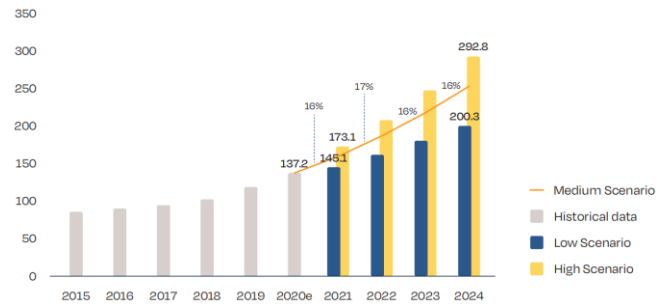


图表 8: 欧盟 27 国 2021-2024 年新增装机量预测 单位 GW



资料来源: SolarPower Europe, 国盛证券研究所

图表 9: 欧盟 27 国 2021-2024 年累计装机量预测 单位 GW



资料来源: SolarPower Europe, 国盛证券研究所

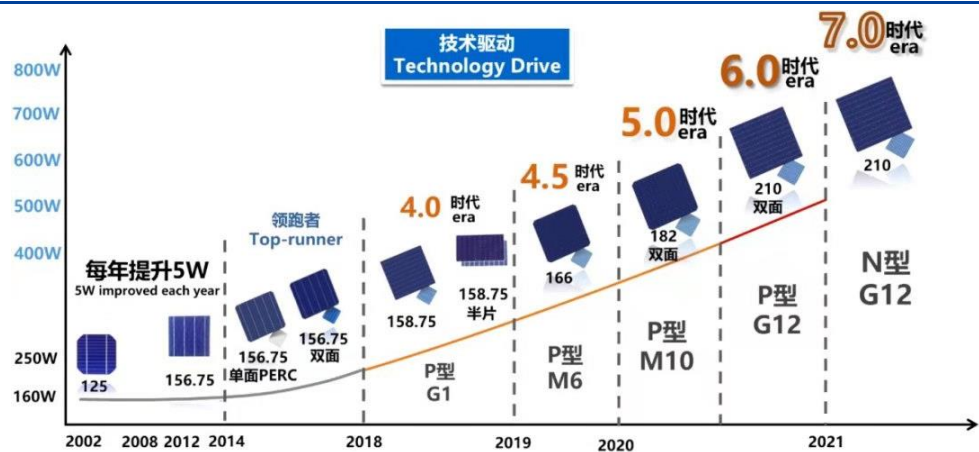
原材料涨价有望缓解，全年光伏需求确定性增强。2021年6月9日，光伏行业热点难点问题座谈会在北京召开。本次会议参与方包括工信部，能源局和光伏协会，主要就2021年上半年光伏产业链涨价事情进行探讨。今年以来，光伏产业链博弈加剧，上游原材料价格加速上行，组件价格上升，影响下游装机经济性，导致需求确定性逐步下降。本次会议有望推动硅料价格企稳，推动行业需求稳定释放。进入6月中旬，硅料价格延缓涨势，部分硅片价格出现回落，预计后续产业链价格企稳，行业需求将逐步释放，全年国内装机有望达到55-60GW，海外需求在100-110GW。

## 二、大尺寸东风已起，引领光伏行业降本增效

### 2.1 大尺寸带来全产业链降本，下游厂商积极布局

大尺寸硅片带来全行业成本下降，有效降低度电成本。2019年，中环发布了“夸父”系列G12单晶硅片，引领行业迈向大硅片时代，全面降低行业生产成本。在硅片环节，更大的截面尺寸带来单次拉晶量、切片量的提升，降低能耗；在电池片环节，大硅片在保持产线节拍不变的条件下，单位时间产出更高功率的电池片，降低生产成本；在组件环节，除提升单位时间的功率产出外，大硅片同时可实现更高的组件功率与封装密度，降低单瓦辅材的耗量；在下游电站环节，大硅片带来的单块组件的功率提升，可以降低电站所需的支架，汇流箱等按片数相关的成本，度电成本得到下降。

图表 10: 光伏电池片尺寸发展趋势



资料来源: 爱旭股份推介材料, 国盛证券研究所

**210 组件带来 BOS 成本明显下降。**210 系列组件拥有高功率低电压的设计，使得单串功率更高，减少了项目中的组件数量、组串数、电揽长度、支架用钢量、桩基础数量等，使得 BOS 成本明显下降。以 535w 组件作为对比基准，210-545w 组件 BOS 成本可节约 3 分/w。

图表 11: 组件系统指标对比

组件型号	组件功率 (W)	组件数量/组串	组串功率 (W)	组串数量	支架用钢量 (t/MW)	支架总组数	支架桩基础总数
参考组件	535	26	13910	270	37.15	135	1080
210-545W	545	34	18530	202	35.05	101	1010

资料来源: 天合光能 210 组件白皮书 2.0, 国盛证券研究所

图表 12: 组件 BOS 成本对比

PV 电缆线径	组件型号	组件尺寸 (mm)	组件效率	单串组件数量	设备购置费 元/W	建筑工程费 元/W	安装工程费 元/W	BOS 成本 元/W
4mm <sup>2</sup>	参考组件	2256x1133	20.90%	26	0.536	0.197	0.177	0.91
4mm <sup>2</sup>	210-545W	2384x1096	21.00%	34	0.517	0.19	0.174	0.881
6mm <sup>2</sup>	210-545W	2384x1096	21.00%	34	0.522	0.19	0.174	0.886

资料来源: 天合光能 210 组件白皮书 2.0, 国盛证券研究所

**210 尺寸存在明显降本空间，光伏产业链各环节开始积极布局。**在硅片环节，除中环主推 210 尺寸外，上机数控、高景太阳能等新进入者也在积极推进 210 产线的建设；在电池片环节，专业电池片厂商通威、爱旭更多布局 210 尺寸路线，其余一体化厂商新上产线也以 210 向下兼容为主，预留生产 210 尺寸的能力；在组件环节，天合光能、东方日升等厂商新建产线以 210 为主，其余部分厂商也在布局 210 产能。根据 pv-tech 的统计，预计今年底 210mm 硅片产能将超 220GW、210 电池产能超过 172GW、组件产能将达到 130GW 以上。

## 2.2 210 组件成为热点，产业链配套逐步完善

### 2.2.1 210 组件版型设计灵活，标准统一最大化终端价值

**210 组件设计灵活，多种版型匹配下游需求。**210 组件推出后，下游厂商根据使用场景的不同，开创性地推出了多种版型尺寸，来更好满足下游差异化需求，组件功率也覆盖从 400w 到 670w 区间。按电池片排布列数区分，210 组件可以分为五列版型与六列版型。其中，五列组件又可以按照组件电池片数进一步分为 40 片（约 400w，用于户用）、50 片（约 500w）、55 片（约 550w），六列组件分为 60 片（约 600w，用于地面电站）、66 片（约 660 瓦，用于地面电站）。

图表 13: 210 组件版型设计

列数	片数	功率 (w)	下游应用
五列	40	约 400	户用屋顶
	50	约 500	户用+工商业屋顶
	55	约 550	地面电站，渔光、农光互补
六列	60	约 600	地面电站为主
	66	约 660	大型地面电站为主

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

**210 组件版型尺寸达成一致标准，实现应用端便利性与价值的最大化。**5月26日，经中国光伏行业协会各会员单位的讨论，就210组件外形尺寸、安装孔位置和安装孔尺寸达成一致，形成团体标准，同时针对电池片间距、分片方式、设计定型参考标准等技术细节也达成一致意见。210组件一致标准的制订，将大幅减少安装配件品类，降低BOS成本与度电成本，实现210组件在应用端便利性和价值最大化，进一步优化行业发展。

图表 14: 210 组件统一尺寸标准

电池类型	组件类型	电池片数量	组件长度[mm]	组件宽度[mm]	长边安装孔距[mm]
半片	单玻有框/双面双玻有框	110	2384±2	1096±2	400/1400±1
		120	2172±2	1303±2	400/1400±1
		132	2384±2	1303±2	400/1400±1

资料来源: CPIA, 国盛证券研究所

**大尺寸组件闪耀光伏展，组件厂商完善产品布局。**在2021年SNEC展会中，PERC组件方面，天合、阿特斯、东方日升、海泰、环晟等厂商都有展出210尺寸组件，覆盖从400w到670w各个功率区间，其中400w组件专供户用及商业的屋顶市场，高功率组件则更加适合地面电站，更好地助力度电成本下降。N型组件方面，天合、东方日升、中来、通威等都有展出210尺寸的组件，转换效率普遍高出PERC组件1pcts，大尺寸N型组件逐步进入导入期。

图表 15: 组件厂商 SNEC 展 210 组件产品

公司	电池技术	硅片尺寸	切片	主栅数	片数	组件效率 (%)	组件功率 (W)	双面	尺寸(mm)
天合	PERC	210	1/2	12	66	21.6	670+		
	PERC	210	1/2	12	60	21.2	600+		
	PERC	210	1/3	10	50	21.1	505		2176*1098*35
	PERC	210	1/3	10	96	21.1	405		1754*1096*30
	PERC	210	1/3	10	40	20.5	400+		
	HJT	210	1/2	12	66	22.87	710	双面	2384*1303*35
	TOPCon	210	1/4	10	66	22.30	700	双面	2384*1303*35
阿特斯	PERC	210	1/2	12	66	21.6	670		2384*1303*35
	PERC	210	1/2	12	66	21.2	660	双面	2384*1303*35
	PERC	210	1/2	12	60	21.6	610		2172*1303*35
东方日升	PERC	210	1/2	12	66	21.2	660	双面	2384*1303*40
	PERC	210	1/2	12	55		555		
	PERC	210	1/3	9	50	20.8	510		2200*1102*35
	PERC	210	1/2	9	40	21.4	410		1754*1096*30
	PERC	210	1/2	9	40	20.0-21.1	385-405		1754*1096*30
	HJT+TOPCon	210	1/2	12	66	21.9-22.5	680-700		2384*1303*35
中来	TOPCon	210	1/2	12	66	22.53	700	双面	2384*1303*35
	TOPCon	210	1/2	12	60	22.44	635	双面	2172*1303*35
尚德	PERC	210	1/2	12	66	20.6-21.2	640-660		2384*1303*35
海泰	PERC	210	1/2	12	66	21.57	670		2384*1303*35
	PERC	210	1/2	12	66	20.6-21.41	640-665		2384*1303*35
	PERC	210	1/2	12	40	21.33	410		1754*1096*35

阳光能源	PERC	210	1/2	12	60	21.55	610	双面	
	PERC	210	1/6	12	68	20.5-21.3	630-655		2355*1303*35
通威	HJT	210		12	66		705	双面	2355*1303*35
	TOPCon	210	1/6	12	66		695	双面	2355*1303*35
腾辉	PERC	210	1/2	12	66		675	双面	
赛拉弗	PERC	210	1/2	12	66		670	双面	
	PERC	210	1/6	12	69	21	670	双面	2384*1303*35
环晟	PERC	210	1/6	12	63	21.3	605	双面	2185*1303*35
	PERC	210	1/6	12	57.5	21.5	560	双面	2384*1092*35
亿晶	PERC	210	1/2	12	66	20.92-21.56	650-670	双面	2384*1303*35

资料来源: pv infolink, 国盛证券研究所

### 2.2.2 600w+联盟日益壮大，产业链配套逐步完善

**600w+联盟逐渐扩大，覆盖光伏产业链各细分环节。**210 尺寸的推出，为光伏行业带来巨大变革，除硅片、电池片、组件环节外，需要各细分产业链的共同配合，才能充分发挥 210 尺寸的优势，在此背景下，“600W+光伏开放创新生态联盟”于 2020 年正式成立，到今年 SNEC 展前夕，该联盟已有超过 74 家企业加盟，涵盖硅片、电池片、组件、逆变器、跟踪系统、材料、EPC、设计院、认证机构等多个环节。目前，逆变器、支架、玻璃等环节，均为 600w+组件提供了完整的产品供应与解决方案。

**逆变器推出高电流产品，完美适配 210 超高功率组件。**2021 年 1~2 月，华为、上能电气、阳光电源陆续发布声明，推出适配 210 大电流组件的组串式及集中式逆变器，支持组件最大输入电流为 20A，新产品将在 3 月份量产上市。随后，固德威、锦浪、科士达和 SMA 等逆变器厂商也纷纷宣布，或是已具备供应匹配 210 大功率组件逆变器的能力，或是正在加快新型大电流逆变器的研发生产进程。

图表 16: 固德威发布大电流逆变器产品



资料来源: 固德威公众号, 国盛证券研究所

**主要跟踪支架制造商全面发布适配 210 高功率组件产品。**海内外主要跟踪支架厂商相继发布适配 210 组件的声明及产品，高功率组件与跟踪支架的配合，有望带来明显的发电增益，提升光伏发电性价比。

图表 17: 适配 210 组件跟踪支架产品

公司名称	品牌/产品类型	兼容组件型号	上市时间
Array Technologies Inc.	DuraTrack HZ v3	210 组件	Q1, 2021
GameChange Solar LP	GENIUS TRACKER™ IP/ GENIUS TRACKER™ 2P	210 组件	Q1, 2021
IDEEMATEC Deutschland GmbH	H4PLUS™	210 组件	Q3, 2020
Nextracker Inc.	Nextracker	210 组件	Q4, 2020
PV HARDWARE SOLUTIONS. S.L.U	Independent row: Monoline™ (all its versions IV, 3H and 2V); Multi-row: Axone™, Ax-one Duo™)	210 组件	Q1, 2021
SOLTEC ENERGIAS RENOVABLES S.L.	SF7 & SF8	210 组件	Q1, 2021
天合光能	天合跟踪 (开拓者/安捷)	210 组件	Q2, 2020
中信博	天智 II 跟踪系统	210 组件	Q1, 2021

资料来源: pv-tech, 国盛证券研究所

新建产线基本满足宽幅玻璃生产, 大尺寸组件玻璃供应有保障。210 六列组件宽度约为 1.3 米, 而原有玻璃产能按照生产 1 米宽度玻璃设计, 大尺寸组件需求的提升, 给玻璃的供应带来一定挑战。但随着主流光伏玻璃企业陆续突破原片生产的宽度瓶颈, 目前已完全适配 210 大尺寸组件, 且新建产线基本可以实现宽幅玻璃的生产, 部分原有产线也可以通过改造为“横切”实现生产。据 pv-tech 不完全统计, 2021 年, 支持 600W+ 组件的光伏玻璃实际供应量将超 50GW, 2022 年将进一步放量至 120GW 以上。

### 2.3 660w+组件陆续获得认证, 下游关注度快速提升

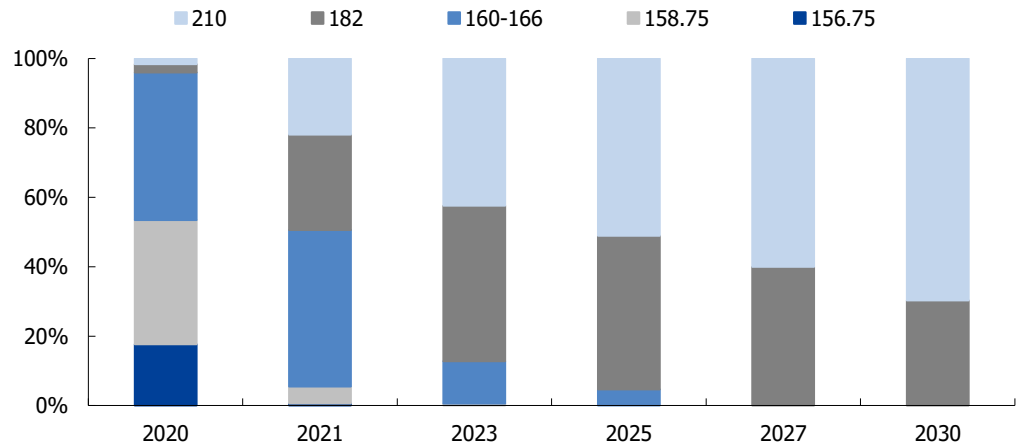
**660W+210 组件产品陆续获得国际第三方机构性能标准和安全标准认证。**今年一月, 东方日升和天合光能的 660W+ 组件相继获得 IEC 认证, 其中东方日升组件功率为 670W, 天合光能组件功率达到 675W, 转换效率为 21.7%。随着 660W+ 组件获得第三机构的性能标准和安全标准认证, 以及产业链配套逐步完善, 后续 660W+ 组件将进入市场竞争, 大功率产品相比传统产品有望节省光伏电站节省 BOS 成本, 推动最终度电成本下行, 产品竞争力强。

**210 系列高功率产品获市场认可, 国内组件招标中大尺寸占比快速提升。**截止 2021 年 6 月, 天合光能 210 至尊系列组件签单量已超 12GW。从今年国内电站招标情况来看, 上半年招标以大尺寸为主, 500w 以上组件占比超过 70%, 其中中核汇能在 5GW 组件招标中, 专门对 590w 以上组件进行招标, 总量为 1.5GW。根据 PVInfoLink 的数据, 截止到 2021 年 5 月, 210 产品市占率已达 17%, 且增长态势稳定。

**210 尺寸引领行业变革, 市占比将快速提升。**根据中国光伏行业协会的预测, 2021 年 182+210 大尺寸市占率将从 2020 年的不到 5% 提升至接近 50%, 其中 182 占比在 2021 年略高于 210 尺寸, 后续随着产业链配套的逐步完善以及 210 降本作用逐渐凸显, 210 尺寸占比将快速提升, 2025 年市占率将超过 50%, 成为光伏行业新的主流尺寸。



图表 18: 2020-2030 年不同尺寸市场占比变化趋势



资料来源: CPIA, 国盛证券研究所

### 三、TCL 优化公司治理，产能布局加速推进

#### 3.1 硅片产能快速扩张，大尺寸+薄片化推动行业降本

2021 年产能达到 85GW，硅片龙头地位稳固。随着内蒙五期产能的逐步释放，公司单晶硅片产能快速增长，预计 2021 年公司产能将从 55GW 提升至 85GW，与隆基之间的差距进一步缩小，也拉大了和其余硅片厂/一体化厂之间的规模差距。此外，公司正布局宁夏六期 50GW 210 产能，有望年底前逐步投产释放，满产后，公司将形成 135GW 的硅片产能，加快推进 210 产业链发展。

图表 19: 前 5 大单晶硅片厂商产能情况，单位: GW

	2020 年	2021 年 E
隆基	85	105
中环	55	85
晶科	22	33
晶澳	18	32
上机	13	20
总计	193	275

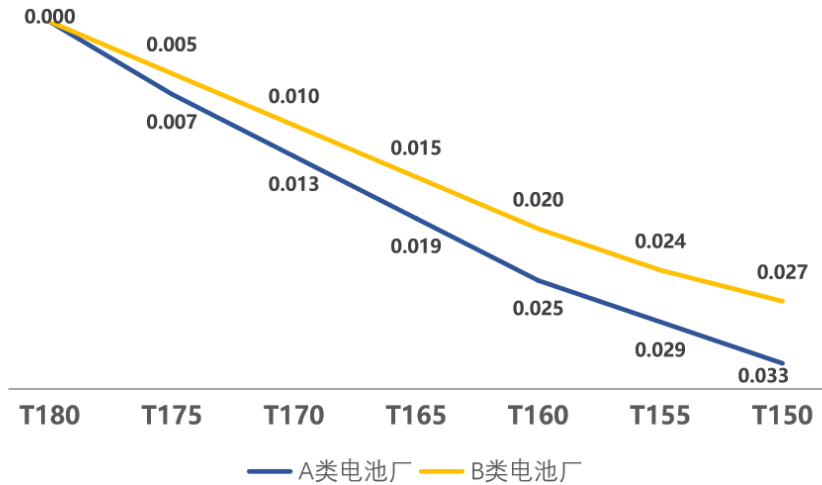
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

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。在 G12 产品的推动下，公司硅片竞争力持续提升。

积极推动薄片化，助力光伏成本下降。公司是国内最早的硅片生产商之一，承担着先进光伏硅片与半导体制造工艺的研发，1981 年进入光伏单晶硅制造领域，2009 年开始规模化生产，2012 年打造全球首个 DW 切片工厂，奠定了公司在切片领域的技术领先地位。公司凭借多年的技术积累以及全面导入精益生产等管理工具，已具备光伏超薄硅片的量

产能力。今年在硅料价格大幅上涨的背景下，公司向全行业发起推进薄片化、降低硅耗的倡议，提议将行业从 175 μm 厚度向 160 μm 厚度迈进，助力光伏行业实现降本。

图表 20: 不同厚度 G12 硅片对电池成本降幅 单位: 元/W

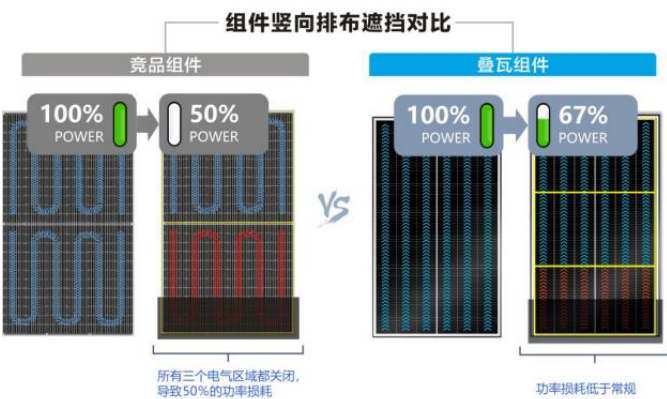


资料来源: 中环股份公众号, 国盛证券研究所

### 3.2 叠瓦组件优势突出, 210+叠瓦构建全新技术平台

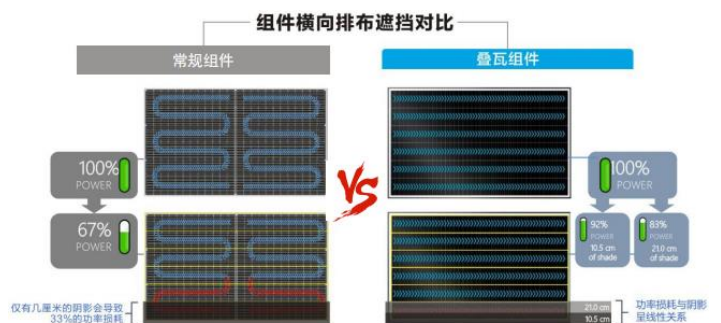
叠瓦推动行业变革, 技术领先优势稳固。叠瓦组件技术推向市场的初期, 行业内以整片组件为主, 并主要采用高普通焊带, 而叠瓦技术在电池密度与阴影遮挡损失方面优势较大, 间接推动了半片组件、小间距及负间距等组件封装设计和新型焊带的出现, 但目前各种新技术还无法完全替代叠瓦的优势。以焊接材料为例, 叠瓦组件使用的柔性导电胶即使电池片出现隐裂, 也可保证电流导通, 同时抗热胀冷缩能力更出色。此外, 叠瓦组件在相同安装条件下, 有着更强的抗阴影性能和更优异的发电量, 本身设计结构起到组件优化器的作用, 相较串焊组件, 发电损失更小。

图表 21: 组件竖向排布遮挡对比



资料来源: 环晟光伏, 国盛证券研究所

图表 22: 组件横向排布遮挡对比

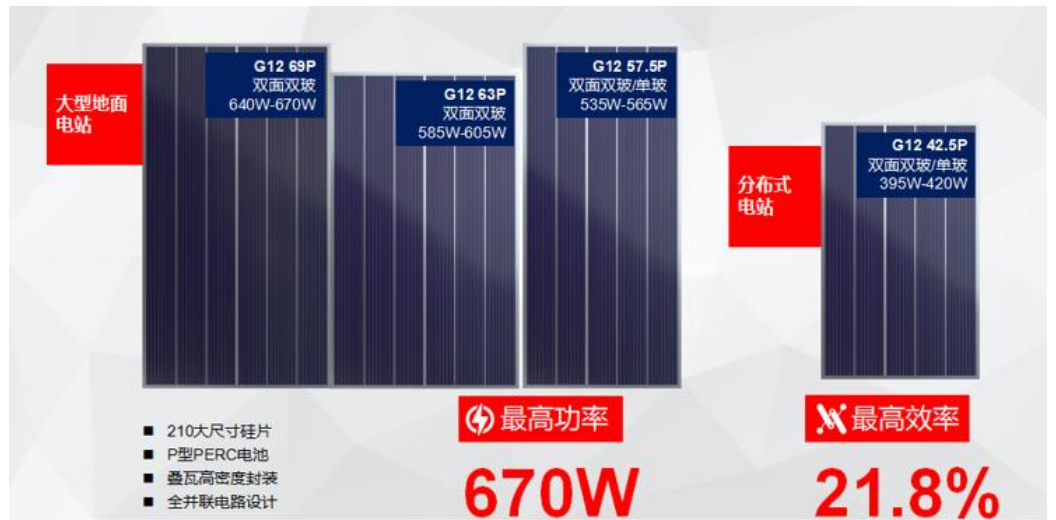


资料来源: 环晟光伏, 国盛证券研究所

210+叠瓦技术平台正式发布, 叠瓦组件产能建设加速。在 2021 年 SNEC 展会中, 环晟正式发布了基于“210+叠瓦”技术平台, 最高功率达到 670w、最高效率达到 21.8%的叠瓦 3.0 组件系列。叠瓦组件通过高密度封装, 相比 72 片的 530W 组件可降低系统 BOS 成本 4%以上, LCOE 降低 2%。叠瓦作为组件的革命性技术, 截止 2020 年末环晟叠瓦

组件出货量超过4GW，下游需求集中在国内领跑者和特高压示范项目，以及海外高端市场。目前公司开始加速扩张，布局多个叠瓦组件工厂，未来产能将超过20GW。

图表 23: 环晟光伏叠瓦 3.0 组件

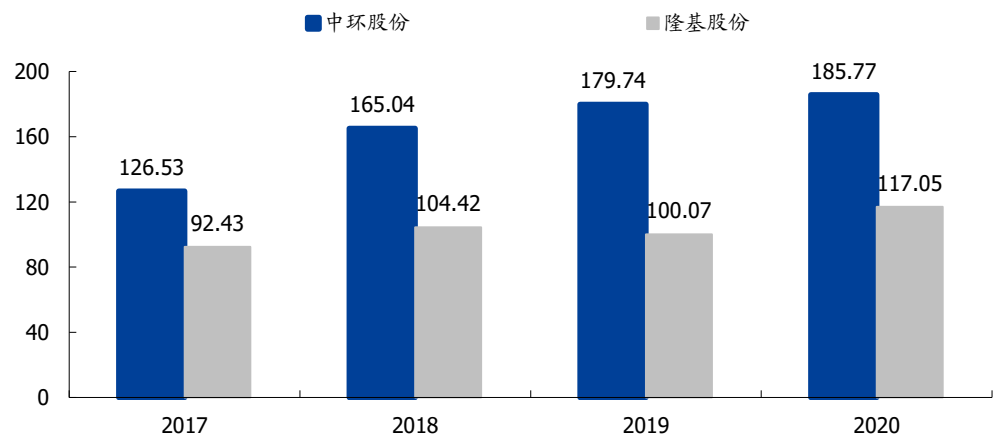


资料来源: 环晟光伏, 国盛证券研究所

### 3.3 深度布局工业 4.0，技术能力领先行业竞争者

深度布局工业 4.0 构建技术壁垒，人均产出提升明显。公司积极推进工业 4.0 战略，加快自动化与数字化转型力度，将工艺的 know-how 沉淀进系统与设备运行参数中，构建了较高的技术壁垒，行业竞争者难以进行模仿。此外，高度的自动化提升了产线运行效率以及人均产出，通过工业 4.0 的深化，中环光伏晶体的人机配比几乎翻倍，切片环节人均产出也大幅增加。2017 年至今，公司人均产出从 126.53 万元提升至 185.77 万元，增长约 47%，同期，隆基人均产出由 92.43 万元提升至 117.05 万元，增长 27%，转型力度不及中环。

图表 24: 中环、隆基人均产出对比 单位: 万元/人



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司定位于技术驱动型公司，持续提升研发创新能力，助力光伏行业降本增效。中环凭借强大的技术研发能力，始终处于光伏新技术领导者的地位，包括最先应用金刚线切割

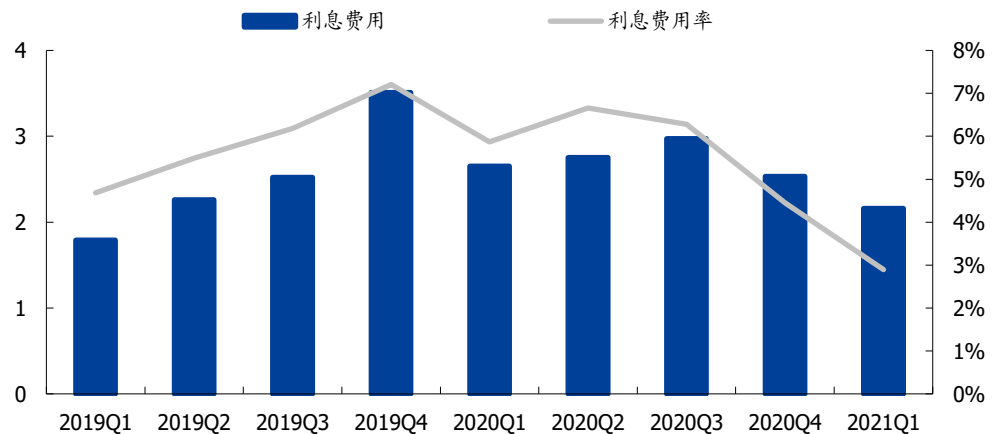
技术，最先提出工业 4.0 战略，最先提出大尺寸硅片概念，最先推动行业薄片化转型。新技术提出后，公司可通过强大的研发能力，解决量产中存在的问题，例如在推出大尺寸产品后，公司通过技术创新实现生产效率的持续提升与生产成本的不断下降，从而打破行业对大尺寸硅片生产可行性与经济性的质疑，充分发挥其对光伏产业链的降本能力，引领行业实现技术变革。公司有望凭借技术能力优势，不断推陈出新，在行业高速扩张的大周期下，实现进一步发展。

### 3.4 混改效果显著，激励计划落地，公司治理改善明显

**混改落地，TCL 入局。**2020 年 7 月 15 日，根据公司公告，中环集团收到股东天津智国有资本和天津渤海国有资产经营管理有限公司的通知，TCL 科技集团股份有限公司成为中环混改项目的最终受让方。中环混改落地，TCL 入局，有望实现产业链上下协同，助力公司业务稳步发展。

**利息费用大幅下降，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，利息费用占营收比例为 2.89%，环比 2020 年四季度下降明显。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。

图表 25: 公司利息费用走势 单位: 亿元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**启动新一轮融资计划，提升公司 G12 环节竞争力。**TCL 入主后，公司决策流程缩短，与资本市场连接更密切，产能扩张节奏也在加快。2021 年 2 月，公司与宁夏回族自治区政府签订硅片扩产计划，拟投资 120 亿元建设 50GW (G12) 硅片智能工厂，宁夏回族自治区政府承诺给予中环优势产业电价补贴、参与电力直接交易等政策，并将项目列入自治区级重点项目，给予重点支持和帮助。2021 年 4 月，公司发布定增预案，拟募集 90 亿元，用于宁夏项目扩产，后续如果定增顺利通过，将加快公司产能扩张节奏，进一步提升 G12 硅片竞争力。

**回购股份实施员工持股计划以及股权激励，健全公司长效激励机制。**公司 6 月 20 日发布股份回购计划，回购金额不低于 2.8 亿元，不超过 3.3 亿元，回购价格不超过 42 元/股，回购股份数量上限约为 785.71 万股，约占公司当前总股本的 0.26%。通过回购股份实施员工持股计划以及股权激励，可进一步健全公司长效激励机制，充分调动公司核心骨干及优秀员工的积极性，共同促进公司的长远发展。

**推出新一期员工持股计划，确保公司长期、稳定、健康发展。**同回购计划一起，公司推出了 2021 年员工持股计划，资金来源为公司根据历史业绩贡献和 2021 年关键业绩指标

提取的 2021 年持股计划专项激励基金，总金额不超过 3.24 亿元，按 6 月 18 日的交易均价 30.38 元/股测算，本期持股计划所能购买的股票数量上限约为 1067 万股，占总股本 0.35%。参加本次员工持股计划的员工总人数不超过 815 人，以核心管理骨干、核心技术骨干、市场营销业务骨干、“工匠型”人才等核心骨干为主，通过充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，实现公司、股东、员工利益的一致性，促进公司长远发展。

图表 26: 公司员工持股计划持有人情况

持有人及职务	认购份额 (万份)	占总认购份额的比例 (%)
董事、监事、高级管理人员 11 人	4253	13.12%
中层管理人员及其他核心骨干员工或关键岗位 人员 (不超过 804 人)	28159	86.88%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

发布股权激励计划，健全公司激励机制，彰显对公司发展的信心。公司同时发布 2021 年股权激励计划，拟向 34 名激励对象授予 485.68 万份股票期权，行权价格为 30.39 元/股，其中高管获授股票期权数量占比约 51.59%。公司设定业绩考虑目标为 2021 年、2020 年净利润同比增长率的均值不低于 30%，2022 年、2021 年净利润同比增长率的均值不低于 30%，高业绩增长目标彰显管理层对于公司高速发展的信心。

图表 27: 股权激励计划业绩考核目标

可行权期	业绩考核目标
授予股票期权的第一个可行权期	2021 年净利润较 2020 年增长率及 2020 年净利润较 2019 年增长率平均不低于 30%
授予股票期权的第二个可行权期	2022 年净利润较 2021 年增长率及 2021 年净利润较 2020 年增长率平均不低于 30%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 光伏硅片

**硅片产能:** 预计 2021-2023 年，公司硅片年底产能分别为 85/110/135GW，考虑产线投产节奏，预计 2021-2023 年有效产能分别为 70/97.5/122.5GW。

**硅片价格:** 按照中环前五月公示的硅片价格，并假定 2021 年下半年产业链价格企稳，2022-2023 年价格将根据硅料价格给予合理定价，预计 2021-2023 年泛八英寸硅片平均售价为 4.02/2.94/2.59 元/片，G12 硅片价格为 7.59/4.81/4.24 元/片。

图表 28: 硅片环节收入和毛利预测，单位: 亿元

	2021E	2022E	2023E
硅片环节收入	367.98	357.70	399.78
硅片环节毛利	65.25	77.28	95.20

资料来源: wind, 国盛证券研究所



## 半导体硅片

**产能情况：**中环一直是国产半导体大硅片领军企业之一。公司在 O-S-D 等传统优势产品领域长期布局，2020 年以来抓住了 Power、IGBT 由 8 英寸向 12 英寸转型机会，实现重点项目突破并量产，已成为该领域国内领先和国际先进的供应商。公司 12 寸大硅片在客户端验证顺利。在半导体国产化的大背景下，公司继续加速在 12 寸大硅片环节扩产，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。

**毛利率：**预计和 2020 年持平。

图表 29：半导体硅片业务盈利预测表

	2021E	2022E	2023E
收入（亿元）	22.54	43.53	87.06
毛利率	23.07%	23.07%	23.07%

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 费用率

2021 年受光伏硅片涨价影响，收入增速较快，对费用产生明显的摊薄，费用率相较 2020 年将有一定下降。

图表 30：费用率预测表

	2021E	2022E	2023E
营业费用率	0.85%	0.85%	0.85%
管理费用率	2.80%	2.70%	2.70%
研发费用率	2.80%	2.50%	2.50%

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 业绩预测

预计公司 2021-2023 年收入分别为 441.68/460.89/552.86 亿元，实现归母净利润 24.67/32.72/47.61 亿元，对应 PE 为 37.2/28.1/19.3 倍。

## 4.2 估值

公司主要业务涵盖光伏与半导体两部分。光伏板块龙头对应 2021 年估值均值在 37 倍左右，半导体板块龙头对应 2021 年估值均值在 290 倍左右。公司当前估值主要体现光伏业务市值，后续随着公司半导体业务的持续放量，估值有望上行修复，维持“增持”评级。

图表 31: 同比公司估值情况, 注: 除中环外均为万得一致预期, 时间为 2021/6/20

	公司	2021E	2022E	2023E
光伏	隆基股份	35.59	27.63	22.40
	通威股份	27.01	21.29	18.36
	阳光电源	50.00	37.69	30.75
	平均	<b>37.54</b>	<b>28.87</b>	<b>23.84</b>
半导体	中芯国际	116.44	101.17	84.64
	兆易创新	73.66	56.10	44.76
	长电科技	35.28	27.18	23.52
	沪硅产业	936.22	614.64	582.37
	平均	<b>290.40</b>	<b>199.77</b>	<b>183.82</b>
	中环股份	<b>37.24</b>	<b>28.08</b>	<b>19.30</b>

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**2021 年硅片产能释放超预期, 硅片环节价格降价幅度超预期。**如果 2021 年硅片扩产产能超预期, 或将导致硅片环节降价幅度超预期, 从而影响公司 2021 年业绩表现。

**光伏装机不及预期。**若光伏装机不及预期, 需求或将下滑, 产业链价格或将下滑, 影响行业盈利能力。

**预测偏差和估值风险。**预测值基于多种假设进行分析, 可能存在误差。同时当市场环境发生变化, 市场对于公司的定价和估值可能发生变化, 从而产生估值风险。

### 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

#### 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

#### 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

#### 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