

下调 M6 硅片价格，大硅片占比不断提升

中环股份(002129)

事件概述

爱士惟、禾望电气、Tigo Energy、无锡尚德、协鑫集成、英利能源(中国)、正信光电、中冶赛迪电气等 8 家光伏企业正式加入 600W+ 开放创新生态联盟，成员已扩充至 86 家。7 月 17 日，公司下调 166mm 尺寸硅片价格至 4.44-4.54 元/片。与 6 月 31 日的报价相比，各种厚度单晶硅片均下降了 0.18 元/片，降幅为 3.8%。其他尺寸未做调整。

分析判断：

► M6 硅片价格下调，G12 产能占比不断提高

联盟成员的扩大有利于打通研发、制造及应用等核心环节，加速建立协同创新的新生态。中环下调了 166mm 硅片的报价到 4.54 元/片，相比 6 月的 4.72 元/片下降了 3.8%，相比 5 月的 5.13 元/片下降了 11.5%。M6 硅片价格的下降反映了短期需求低迷带来的供需压力，行业通过降价来刺激需求，同时也反映了硅片尺寸结构的变化。大尺寸硅片可实现更大的通量和更高的产出，摊薄单瓦非硅成本，以大尺寸电池封装的组件功率更高，有效降低电站投资成本。根据中国光伏协会的预测，2021 年、2023 年和 2025 年，210mm 的市场占比超过 30%、40%和 50%，结合全球新增装机容量预测，预计同期 210mm 的新增市场需求分别超过 45GW、84GW 和 135GW。上半年公司 210 产销规模和产品质量提升加速、生产产品结构转型顺利，半导体光伏材料产能达到 70GW，相比 2020 年末提升超过 55%。同时通过技术改进，上半年单位产品硅料消耗率同比下降近 2%，硅片 A 品率大幅提升，有望带动产品毛利率进一步改善。

► 股票期权激励计划授予完成，发展迈入新阶段

2021 年 6 月，公司发布混改后首份股权激励方案，并实施完毕用于股权激励的 3.3 亿元股票的回购。7 月 15 日，股票期权激励计划已经登记授予完成。其中董事长授予期权比例为 7.35%，总经理授予期权比例为 14.64%，行权价格为 30.39 元/股。业绩考核目标为 2020-2022 年净利润增长率平均不低于 30%。我们认为员工的积极性将大大提高，促进公司长期健康稳健成长，提升市场化竞争能力。在新体制和机制下，决策事项流程优化、效率更高。公司的经营提质增效，竞争力全面提升。

► 半导体材料产能加速，结构进一步完善

根据 SEMI 的统计，2016 年至 2020 年，中国大陆半导体硅片销售额从 5.00 亿美元上升至 13.35 亿美元，年均复合增长率高达 27.83%，远高于同期全球半导体硅片的年均复合增长率 11.64%。预计未来几年内半导体行业的需求将持续增长，下游市场的强劲需求将带来半导体硅片市场销售规模的持续扩大。公司

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：	46.32
股票代码：	002129
52 周最高价/最低价：	46.58/20.11
总市值(亿)	1,404.89
自由流通市值(亿)	1,356.71
自由流通股数(百万)	2,929.38



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)：Q2 业绩超预期，提质增效迈入新阶段
2021.07.14
2. 【华西电子】中环股份(002129.SZ)：回购+激励彰显发展信心，未来高成长可期
2021.06.21
3. SNEC 将推全新高效叠瓦组件，产品技术持续升级
2021.05.31

在内蒙古、天津、江苏三地布局半导体材料产业，目前已实现 4-12 英寸单晶硅、抛光片的规模化量产。公司持续强化在各类功率半导体芯片已形成的全球先进、国内领先的优势基础上，提升对国内先进制程客户的服务能力。上半年公司天津市和江苏宜兴市的新增投资项目顺利开展，半导体产销规模同比提升 63%，产品结构进一步完善。预计至 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。同时启动天津工厂扩产和新建项目，以及内蒙古半导体晶体工厂的扩产配套能力，预计 2023 年末实现 6 英寸及以下 100 万片/月，8 英寸 100 万片/月，12 英寸 60 万片/月的产能规模。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 355.37 亿元、443.68 亿元、548.39 亿元，归母净利润分别为 24.68 亿元、34.87 亿元、44.89 亿元，实现每股收益为 0.81 元、1.15 元、1.48 元，2021-2023 年对应现价 PE 分别为 57 倍、40 倍、31 倍，公司通过工艺不断改进和工业 4.0 应用，人均劳动生产率大幅度提升，竞争力全面提升，未来业绩高成长可期，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	35,537	44,368	54,839
YoY (%)	22.8%	12.8%	86.5%	24.9%	23.6%
归母净利润(百万元)	904	1,089	2,468	3,487	4,489
YoY (%)	42.9%	20.5%	126.6%	41.3%	28.7%
毛利率 (%)	19.5%	18.9%	19.5%	19.4%	20.7%
每股收益 (元)	0.30	0.36	0.81	1.15	1.48
ROE	6.4%	5.7%	11.4%	13.9%	15.1%
市盈率	155.46	129.00	56.93	40.28	31.30

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》
- 40、芯时代之四十_前道设备深度报告《2021 年国产前道设备，再迎新黄金时代》

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	35,537	44,368	54,839	净利润	1,476	3,329	4,737	6,081
YoY (%)	12.8%	86.5%	24.9%	23.6%	折旧和摊销	2,152	1,976	1,976	1,976
营业成本	15,464	28,596	35,747	43,485	营运资金变动	-1,697	-1,891	441	336
营业税金及附加	127	198	255	321	经营活动现金流	2,859	3,658	7,850	9,216
销售费用	159	640	586	658	资本开支	-3,607	-19,876	-15,611	-10,628
管理费用	644	1,244	1,242	1,645	投资	-2,996	100	100	100
财务费用	1,029	595	1,200	1,445	投资活动现金流	-7,426	-19,323	-14,890	-9,821
资产减值损失	-25	53	35	62	股权募资	6,552	0	0	0
投资收益	303	512	681	768	债务募资	11,090	16,093	7,803	1,531
营业利润	1,631	3,952	5,313	7,144	筹资活动现金流	4,135	15,269	6,382	-123
营业外收支	61	10	10	10	现金净流量	-526	-396	-657	-728
利润总额	1,692	3,962	5,323	7,154	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	217	633	586	1,073	成长能力				
净利润	1,476	3,329	4,737	6,081	营业收入增长率	12.8%	86.5%	24.9%	23.6%
归属于母公司净利润	1,089	2,468	3,487	4,489	净利润增长率	20.5%	126.6%	41.3%	28.7%
YoY (%)	20.5%	126.6%	41.3%	28.7%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.81	1.15	1.48	毛利率	18.9%	19.5%	19.4%	20.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	7.7%	9.4%	10.7%	11.1%
货币资金	7,516	7,119	6,462	5,734	总资产收益率 ROA	1.9%	3.0%	3.5%	4.0%
预付款项	838	1,573	2,002	2,479	净资产收益率 ROE	5.7%	11.4%	13.9%	15.1%
存货	2,144	3,212	4,015	4,885	偿债能力				
其他流动资产	5,587	11,109	13,241	15,751	流动比率	0.93	0.59	0.51	0.51
流动资产合计	16,085	23,013	25,720	28,848	速动比率	0.75	0.47	0.39	0.38
长期股权投资	3,174	3,074	2,974	2,874	现金比率	0.43	0.18	0.13	0.10
固定资产	25,273	43,307	56,351	64,405	资产负债率	52.2%	62.4%	63.8%	62.2%
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	0.43	0.44	0.49
资产合计	58,720	83,521	99,833	111,574	每股指标 (元)				
短期借款	1,692	17,785	25,588	27,119	每股收益	0.36	0.81	1.15	1.48
应付账款及票据	7,199	12,535	15,670	19,062	每股净资产	6.33	7.15	8.30	9.78
其他流动负债	8,439	8,483	9,119	9,857	每股经营现金流	0.94	1.21	2.59	3.04
流动负债合计	17,330	38,803	50,377	56,038	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	129.00	56.93	40.28	31.30
非流动负债合计	13,308	13,308	13,308	13,308	PB	4.03	6.48	5.58	4.74
负债合计	30,638	52,111	63,685	69,346					
股本	3,033	3,033	3,033	3,033					
少数股东权益	8,874	9,735	10,985	12,577					
股东权益合计	28,081	31,410	36,147	42,228					
负债和股东权益合计	58,720	83,521	99,833	111,574					

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；多次获得保险资管IAMAC、水晶球、金牛等奖项最佳分析师；清华大学校友总会电子系分会理事会副秘书长；2019年6月加入华西证券研究所。

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。