

中环股份 (002129.SZ)

光伏+半导体共同发力，上半年业绩实现高增

事件：中环股份发布《2021年半年度报告》。

上半年业绩高速增长，大超预期，TCL 赋能+规模扩张带来控费效果显著，盈利能力逐步提升。2021年上半年，公司实现营收176.4亿元，同比增长104.1%；净利润18.9亿元，同比增长160.6%；归母净利润14.8亿元，同比增长174.9%。业务规模扩张+TCL 入主赋能，公司控费成果显著，报告期内，公司财务、销售、管理费用率分别为2.13/0.33/2.51%，同比下降3.92/0.39/0.2pcts，带动盈利水平明显提升，2021H1公司实现净利率10.69%，同比提升2.32pcts。

光伏硅片业务积极推动技术创新，降本增效，新产能逐步投放，带来产销规模快速增长，推动 G12 渗透率大幅提升。报告期内，公司积极推进技术进步降本，单位产品硅料消耗率同比下降近2%，硅片 A 品率大幅提升，同时工业 4.0 逐步深入，晶片环节人均劳动生产率达到了1000万元/年/人，较大程度改善单位产品毛利水平。在产能方面，截止报告期末，公司产能规模达到70GW，较2020年底提升55%，其中G12产能占比约56%，新产能持续投放不断提升公司竞争力。目前公司在G12硅片市场占有率超过90%，推动G12渗透率从年初的6%提升至15%。进入2021年以来，随着G12高功率组件产业链配套逐步完善，其降本能力被充分释放，G12产品下游需求持续旺盛，未来公司宁夏六期项目的顺利投产，将持续提升G12硅片优势产能供应能力，进一步加速推进G12量产规模化应用。

半导体硅片下游需求旺盛，客户导入顺利，公司将加快产能布局节奏，抢占先机。报告期内，公司半导体硅片产能快速增长，产销规模同比提升65.8%，在全球芯片产能紧张背景下，公司将加速产能布局，启动天津新厂建设并加速宜兴二期项目实施，有望较原计划提前实现6(及以下)、8、12英寸110/100/60万片/月产能目标。产品导入方面，12英寸特色工艺已进入规模化量产阶段，储存、逻辑领域产品陆续通过客户验证，进入增量阶段，且公司已与多家国际客户签订长期供货协议(LTA)，市场拓展过程顺利。芯片供应紧张+国产化需求提升，公司半导体业务有望迎来快速增长。

员工激励计划落地，公司管理活力被激发，发展进入快车道。6月20日，中环股份回购+股权激励+员工持股计划落地。TCL 入主之后，公司内部管理进行积极改革，激发管理层活力。随着本次员工激励落地，公司管理层活力有望得到激发，公司和员工利益进行绑定，有望助力公司发展进入快车道。

盈利预测：预计公司2021~2023年实现归母净利润28.64/35.92/55.06亿元，对应估值52.1/41.5/27.1倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不及预期，硅片价格不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,887	19,057	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	2,864	3,592	5,506
增长率 yoy (%)	42.9	20.5	163.0	25.4	53.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.36	0.94	1.18	1.82
净资产收益率 (%)	6.1	5.3	12.2	13.3	17.0
P/E (倍)	165.1	137.0	52.1	41.5	27.1
P/B (倍)	11.2	7.8	6.8	5.9	4.9

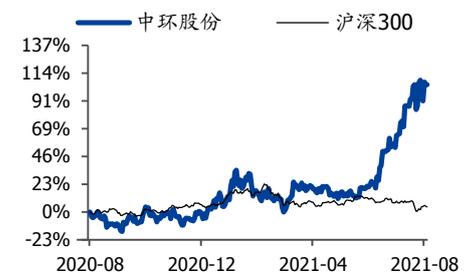
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年8月6日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
8月6日收盘价(元)	49.20
总市值(百万元)	149,219.99
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)	80.56

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

- 《中环股份(002129.SZ)：积极降本增效，上半年业绩大超预期》2021-07-15
- 《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》2021-06-22
- 《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



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
流动资产	16215	16085	18638	16972	21130	营业收入	16887	19057	44168	46089	55286
现金	7727	7516	2208	2304	2764	营业成本	13596	15464	36062	35890	41547
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	4413	4560	4673	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	1551	2315	2209
非流动资产	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	612	270	291
其他非流动资产	8108	10854	10105	9508	9194	资产处置收益	29	-21	5	5	-4
资产总计	49119	58720	91621	90803	104566	营业利润	1441	1631	4304	5387	8455
流动负债	15589	17330	41733	40313	48680	营业外收入	28	71	132	155	97
短期借款	4423	1692	20684	22198	22843	营业外支出	11	10	8	10	10
应付票据及应付账款	6273	7199	10832	11599	14368	利润总额	1457	1692	4427	5533	8542
其他流动负债	4893	8439	10217	6516	11469	所得税	196	217	547	667	1082
非流动负债	12981	13308	18107	13950	12002	净利润	1261	1476	3881	4866	7461
长期借款	10725	11225	16024	11866	9919	少数股东损益	358	387	1017	1275	1954
其他非流动负债	2255	2084	2084	2084	2084	归属母公司净利润	904	1089	2864	3592	5506
负债合计	28570	30638	59841	54263	60683	EBITDA	4177	4462	9026	12199	15727
少数股东权益	6451	8874	9891	11166	13120	EPS (元)	0.30	0.36	0.94	1.18	1.82
股本	2785	3033	3033	3033	3033						
资本公积	7719	12389	12389	12389	12389						
留存收益	2815	3766	7179	11422	17935						
归属母公司股东权益	14098	19207	21889	25374	30763						
负债和股东权益	49119	58720	91621	90803	104566						

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	7474	10272	18076
净利润	1261	1476	3881	4866	7461
折旧摊销	1976	2152	3213	4560	5213
财务费用	907	1029	1551	2315	2209
投资损失	-288	-303	-612	-270	-291
营运资金变动	-1604	-1697	-535	-1172	3509
其他经营现金流	255	202	-22	-26	-24
投资活动现金流	-5273	-7426	-32926	-5112	-14502
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	-5324	-6936	-7603
筹资活动现金流	4184	4135	1153	-6578	-3759
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	-3646	-2421	-1812
现金净增加额	1437	-526	-24300	-1418	-185

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	131.8	4.3	20.0
营业利润(%)	193.7	13.2	163.8	25.2	57.0
归属于母公司净利润(%)	42.9	20.5	163.0	25.4	53.3
获利能力					
毛利率(%)	19.5	18.9	18.4	22.1	24.9
净利率(%)	5.4	5.7	6.5	7.8	10.0
ROE(%)	6.1	5.3	12.2	13.3	17.0
ROIC(%)	5.5	5.1	7.9	10.3	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	52.2	65.3	59.8	58.0
净负债比率(%)	61.0	45.8	126.0	102.1	82.2
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
营运能力					
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.94	1.18	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.94	2.46	3.39	5.96
每股净资产(最新摊薄)	4.40	6.33	7.22	8.37	10.14
估值比率					
P/E	165.1	137.0	52.1	41.5	27.1
P/B	11.2	7.8	6.8	5.9	4.9
EV/EBITDA	40.3	38.2	22.0	16.2	12.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 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

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：021-38124100

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