

2021年08月09日

证券研究报告·2021年半年报点评

中环股份（002129）电气设备

买入（首次）

当前价：49.20元

目标价：67.20元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

混改经营优势凸显，半导体硅片蓄势待发

投资要点

- 业绩总结：**2021年上半年公司实现营业收入176.44亿元，同比增长104.12%；实现归母净利润14.80亿元，同比增长174.92%；实现扣非归母净利润13.02亿元，同比增长208.16%，EPS 0.488元。公司整体毛利率提升至20.62%，相较于2020年提升1.77pp。
- 光伏硅片产销放量，叠加技术进步等因素，公司营收与盈利能力提升明显。**2021H1公司光伏硅片产销规模同比增长110%，实现营收162.49亿元，同比增长110.53%。另一方面，公司通过技术进步和工业4.0系统的应用，单位产品硅耗率下降约2%，并有效推动硅片良率和生产效率提升，降低运营成本，在上半年硅料价格不断上涨的情形下成本控制良好，单位毛利率得以改善，助推公司整体毛利率提升至20.62%。
- 产能扩张助力公司在210硅片市场保持占有率，N型硅片有望逐渐放量。**公司产能按计划逐步投放，当前公司光伏硅片产能为70GW，其中210产能约40GW；至2021年底产能预计达85GW，其中大尺寸产能约50GW。目前210大尺寸硅片渗透率由年初的6%提升至15%，公司在210硅片市占率超90%，后期产能进一步扩张将保障公司在大尺寸硅片的产能和市场份额。另一方面，公司坚持差异化路线，注重全球合作，N型硅片取得突破性进展。在下游N型电池迭代时有望凭借技术积累的先发优势，率先实现N型硅片业务放量。
- 混改释放经营活力，股权激励将激发员工长期的创新积极性。**2020年9月公司控股股东中环集团完成混合所有制改革，TCL科技集团成为公司间接控股股东。混改后，公司经营机制更为灵活，经营活力释放且初见成效。2021H1公司财务费用率为2.13%，相较于2020年下降3.27pp。同时研发费用率大幅提升，报告期内研发费用率达5.32%，相较于2020年提升约2pp，特别在半导体材料方面研发费用率高达9.7%。今年6月公司发布混改后第一次股权激励方案，包括股票期权激励计划和员工持股计划。在当前公司更面向市场化的体制下，此次激励方案将充分调动公司管理与技术人员的持续创新积极性，有助于公司未来保持长期竞争力，同时公司体制机制也将逐步完善。
- 盈利预测与投资建议。**公司归母净利润三年复合增长率67%，考虑到中环股份为光伏硅片行业领军企业，并且在半导体大尺寸硅片领域，公司在国内处于领先的地位，我们给予公司21年60倍PE，目标价67.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**公司产能未能如期释放；原材料成本持续上涨，全球光伏装机需求不及预期，公司盈利能力下降；公司半导体硅片进展不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19056.78	42050.00	51521.00	58120.00
增长率	12.85%	120.66%	22.52%	12.81%
归属母公司净利润（百万元）	1089.00	3389.56	4260.57	5144.06
增长率	20.51%	211.26%	25.70%	20.74%
每股收益EPS（元）	0.36	1.12	1.40	1.70
净资产收益率ROE	5.25%	13.08%	4.37%	14.66%
PE	137	44	35	29
PB	7.77	6.67	5.75	4.94

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@swsc.com.cn

联系人：敖颖晨

电话：021-58351917

邮箱：ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

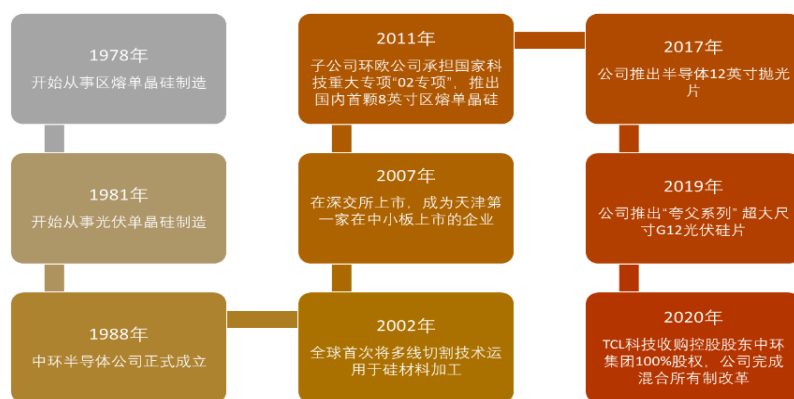
总股本(亿股)	30.33
流通A股(亿股)	29.29
52周内股价区间(元)	20.21-50.06
总市值(亿元)	1,492.20
总资产(亿元)	660.39
每股净资产(元)	6.66

相关研究

1 硅片盈利领先行业，混改激发经营活力

公司为光伏硅片龙头之一，专注单晶硅片的研发和生产。公司前身为天津市半导体材料厂和天津市第三半导体器件厂，1988 年末组建天津市中环半导体公司，然后在 1999 年改制为天津中环电子信息集团全资持股的国营企业，2004 年完成股份制改造，变更为天津中环半导体股份有限公司，后于 2007 年 4 月 20 号在深交所上市。公司致力于半导体节能和光伏新能源产业，是一家集科研、生产、经营、创投于一体的高新技术企业。公司以绿色低碳、可持续发展为目标，在制造管理上推行自动化、产品创新上实现差异化。目前，公司产品被广泛应用于多个领域，如智能电网传输、新能源汽车、光伏发电等。公司以市场经营、产业技术水平和制造方式提升为导向，通过四大板块业务的发展实现全球化产业和商业布局。

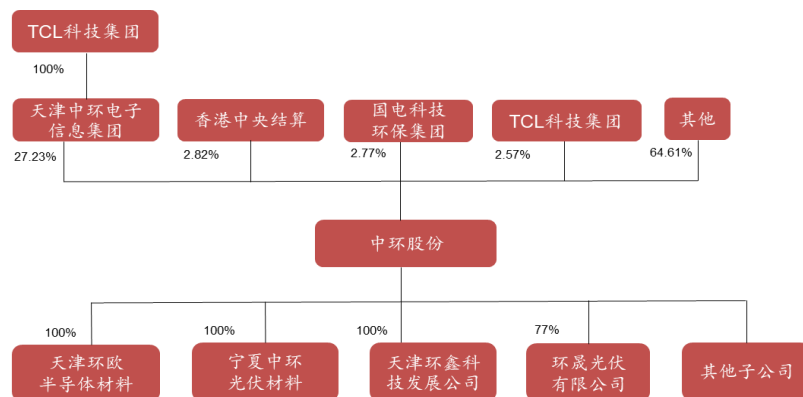
图 1：1981 年公司即开始从事光伏单晶硅制造，在光伏领域底蕴深厚



数据来源：Wind，公司官网，西南证券整理

混改完成，TCL 科技集团成为间接控股股东。2020 年 9 月公司完成国有企业混合所有制改革，TCL 科技集团持有中环集团 100% 股权，并通过中环集团间接持有中环股份 7.67 亿股股份，占公司总股本的 27.23%。本次变动后，天津市国资委不再为公司实际控制人，公司控股股东中环集团及其持股数量不变，TCL 科技间接控股本公司，成为实际控制人。公司第二大股东为天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司，持股比例为 5.14%。公司第三大股东为国电科技环保集团股份有限公司，持股比例为 2.77%。

图 2：TCL 科技集团为公司控股股东

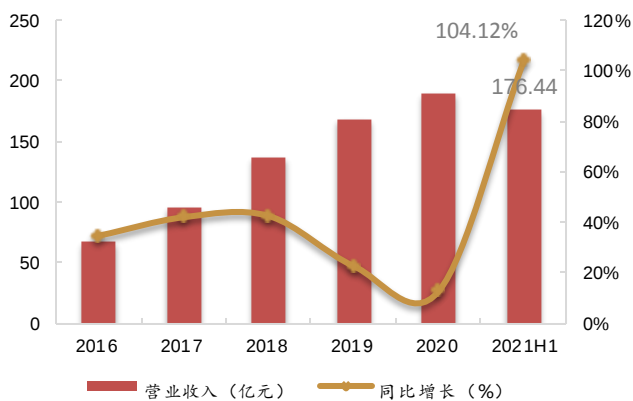


数据来源：Wind，西南证券整理

受益于光伏产业的发展,近年来公司营收与归母净利润持续稳定增长。从公司营收结构来看,公司营收最大来源为光伏硅片和组件业务,2021H1 光伏硅片和组件实现营收 162.49 亿元,同比增长 110.53%,占总营收 92.09%,营收占比相较于 2020 年提升 3.78pp,持续稳定为公司贡献营收。半导体材料方面,2021H1 公司实现营业收入 8.55 亿元,同比增长 65.84%,源于公司无锡 8-12 英寸大硅片项目快速投产增量以及客户需求持续向好。在光伏行业的快速发展下,近年来公司营收不断增长。2021H1 公司实现营收 176.44 亿元,同比增长 104.12%;实现归母净利润 14.80 亿元,同比增长 174.92%,超过 2020 年全年水平。

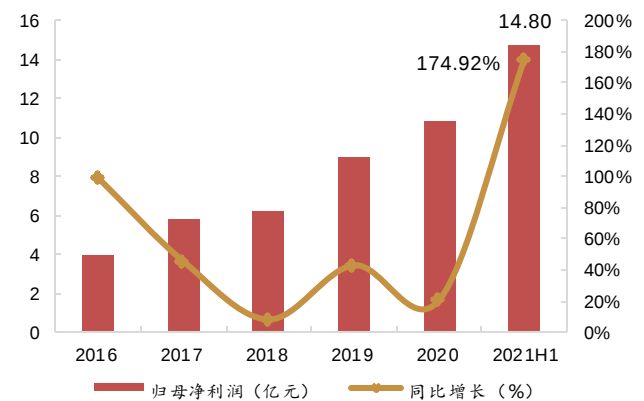
毛利率方面,公司综合毛利率呈逐渐提高趋势。混改后公司经营活力释放,2021H1 通过技术进步以及工业 4.0 的应用,公司盈利能力有所提高。具体表现在:1) 公司光伏硅片的单位硅耗率同比下降约 2%,同时硅片 A 品率大幅提升,在 2021H1 硅料价格不断上涨的情况下成本控制良好,单位产品毛利率得到较大程度改善。2) 公司工业 4.0 生产方式在各作业流程和场景中的应用,带来精细化的生产过程,并有效推动生产效率提升和运营成本下降。在以上因素的共同影响下,2021H1 公司综合毛利率提高至 20.65%,相较于 2020 年提升 1.77 个百分点。

图 3: 2021H1 营收高增,同比增长 104.12% (亿元)



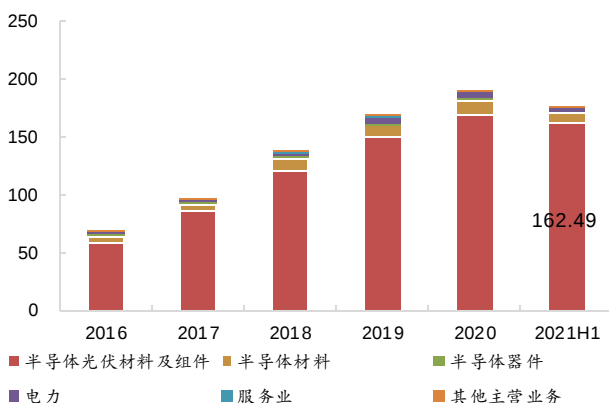
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2021H1 归母净利润已超过 2020 年 (亿元)



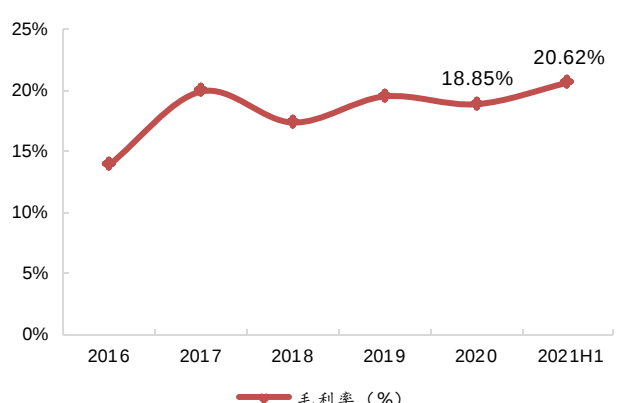
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2021H1 公司光伏硅片和组件营收占比为 92.09% (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

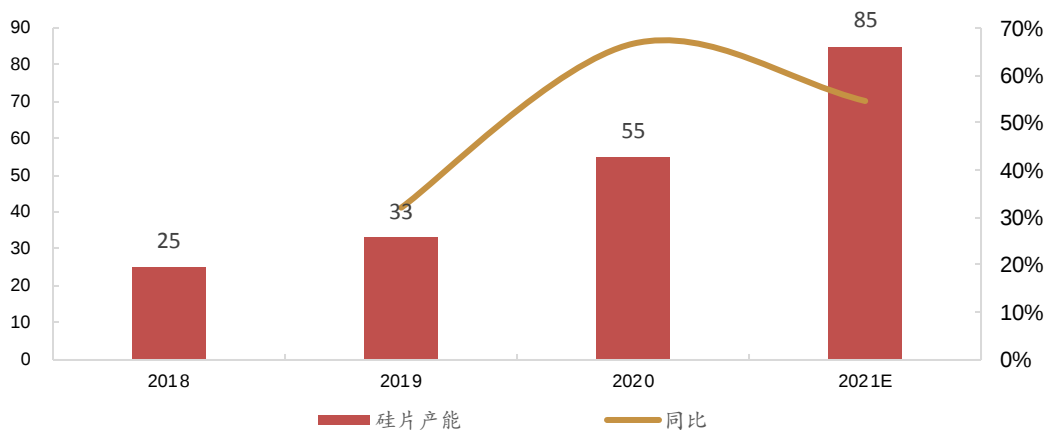
图 6: 2021H1 公司毛利率提升至 20.62%



数据来源: Wind, 西南证券整理

G12 大尺寸硅片优势凸显，盈利能力有望领先行业。2019 年公司发布“夸父”系列硅片，为全球首家发布 210mm 大尺寸硅片的企业，至 2021 年 6 月末 210 大尺寸硅片产能已达约 40GW，210 硅片产能规模位居行业第一。当前公司 210 大尺寸硅片生产工艺和良率不断提高，在当前产业链价格普涨情况下为产业链和终端电站带来更大降本空间。在成本优势下 210 硅片渗透率快速提高，至 2021 年 6 月 210 硅片渗透率由年初的 6% 提升至 15%，我们认为后续仍有进一步提高空间。根据公司产能规划，至 2021 年末硅片总产能将达 80-85GW，210 硅片产能将达约 50GW。大尺寸规模优势+工业 4.0 精细化生产流程，公司盈利能力有望保持领先行业水平。

图 7：光伏硅片产能持续投建与释放中，至 2021 年末公司硅片产能将达 85GW（GW）



数据来源：公司公告，西南证券整理

国产半导体芯片产业步入上行周期，公司将凭借技术积累优势在半导体业务方面实现突破。2020 年公司在 12 寸晶圆在关键技术，产品性能质量上的重大突破，已做到量产并供应国内主要芯片生产商。当前公司在半导体硅片业务上已建立 4-12 寸完善的产品结构，2021H1 加快产能建设，目前已形成月产能 8 英寸 60 万片，12 英寸 7 万片；预计 2021 年年末实现月产能 8 英寸 70 万片，12 英寸 17 万片的既定目标。同时公司积极扩产全球化营销，在欧洲等地构建市场渠道网络，服务国内外公司在 400 家左右。在当前国家大力发展半导体芯片产业、半导体硅片需求高增趋势下，公司有望凭借多年研发投入和技术积累，推动功率半导体、集成电路芯等产品覆盖，实现市场份额增长。

混改后体制和机制优势初步显现，激发经营活力。2020 年 9 月，企业实行混改，TCL 科技集团成为公司控股股东。公司以创新精进的要求更新经营观念、优化业务组织和流程，财务费用降低，并带来更清晰的战略方向。此外，公司根据市场的发展趋势，制定了光伏新能源业务板块与半导体板块“9205”五年战略规划，目标实现半导体光伏新能源产业全球领先和半导体材料中国领先。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司光伏硅片产能如期释放，2021 年底达到 85GW，2022 年达到 110GW，2023 年达到 135GW。

假设 2：公司半导体硅片 8 寸、12 寸产能 2021 年底分别达到 70 万片、17 万片；2023 年分别达到 105 万片、60 万片。

假设 3：光伏硅片毛利率保持稳定，2021-2023 年为 20%。

假设 4：半导体硅片毛利率逐步提升至 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
光伏硅片及组件	收入	16829	39160	47091	52230
	增速	12.8%	132.7%	20.3%	10.9%
	毛利率	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
半导体材料	收入	1351	2540	4080	5540
	增速	23.1%	88.1%	60.6%	35.8%
	毛利率	23.1%	25.0%	26.0%	30.0%
电力	收入	531	560	560	560
	增速	2.5%	5.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
合计	收入	19057	42050	51521	58120
	增速	12.8%	120.7%	22.5%	12.8%
	毛利率	18.9%	20.2%	20.4%	20.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏及半导体硅片行业的四家主流公司，2020 年三家光伏公司平均 PE 为 73 倍，2021 年平均 PE 为 58 倍。考虑到中环股份为光伏硅片行业领军企业，并且在半导体大尺寸硅片领域，公司在国内处于领先的地位，我们给予公司 21 年 60 倍 PE，目标价 67.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601012.SH	隆基股份	91.90	2.27	2.14	2.76	40.48	43.03	33.32
300274.SZ	阳光电源	159.76	1.34	1.98	2.63	119.22	80.76	60.67
002459.SZ	晶澳科技	64.75	1.09	1.26	1.91	59.40	51.21	33.86
688126.SH	沪硅产业-U	33.22	0.04	0.03	0.05	874.21	1,028.48	687.78
平均值						73.04	58.33	42.62

数据来源：Wind，西南证券整理；注：平均值未考虑沪硅产业

3 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 原材料成本持续上涨，全球光伏装机需求不及预期，公司盈利能力下降的风险；
- 3) 公司半导体硅片进展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19056.78	42050.00	51521.00	58120.00	净利润	1475.51	4189.56	5260.57	6144.06
营业成本	15463.87	33576.90	41015.50	45980.40	折旧与摊销	2151.95	2472.88	2734.95	2749.95
营业税金及附加	127.28	234.35	296.46	339.88	财务费用	1029.35	1202.22	1193.42	1167.98
销售费用	158.68	381.13	449.29	509.67	资产减值损失	-25.31	-400.00	-110.00	-110.00
管理费用	643.70	2943.50	3348.87	3487.20	经营营运资本变动	2159.71	557.53	117.32	413.19
财务费用	1029.35	1202.22	1193.42	1167.98	其他	-3932.36	-206.35	-618.34	-111.39
资产减值损失	-25.31	-400.00	-110.00	-110.00	经营活动现金流净额	2858.85	7815.84	8577.91	10253.79
投资收益	303.13	600.00	600.00	200.00	资本支出	-8161.55	-500.00	-500.00	0.00
公允价值变动损益	69.81	46.54	54.30	51.71	其他	735.24	662.23	654.30	251.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7426.31	162.23	154.30	251.71
营业利润	1631.26	4758.45	5981.76	6996.58	短期借款	-2731.35	-1692.00	0.00	0.00
其他非经营损益	60.85	46.11	51.03	49.39	长期借款	1544.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	1692.11	4804.56	6032.79	7045.97	股权融资	4918.16	0.00	0.00	0.00
所得税	216.60	615.00	772.22	901.91	支付股利	-83.55	-217.80	-677.91	-852.11
净利润	1475.51	4189.56	5260.57	6144.06	其他	486.94	-7140.02	-1193.42	-1167.98
少数股东损益	386.52	800.00	1000.00	1000.00	筹资活动现金流净额	4134.89	-9049.81	-1871.33	-2020.09
归属母公司股东净利润	1089.00	3389.56	4260.57	5144.06	现金流量净额	-525.78	-1071.74	6860.88	8485.41
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7515.85	6444.11	13304.99	21790.40	成长能力				
应收和预付款项	3381.35	8725.05	10278.74	11510.39	销售收入增长率	12.85%	120.66%	22.52%	12.81%
存货	2144.17	4657.47	5780.17	6449.77	营业利润增长率	13.23%	191.70%	25.71%	16.97%
其他流动资产	3043.72	3276.90	3930.60	4386.07	净利润增长率	16.99%	183.94%	25.56%	16.79%
长期股权投资	3173.82	3173.82	3173.82	3173.82	EBITDA 增长率	11.32%	75.24%	17.51%	10.13%
投资性房地产	436.05	436.05	436.05	436.05	获利能力				
固定资产和在建工程	33008.87	31355.85	29440.75	27010.66	毛利率	18.85%	20.15%	20.39%	20.89%
无形资产和开发支出	3547.88	3254.06	2960.24	2666.41	三费率	9.61%	10.77%	9.69%	8.89%
其他非流动资产	2467.96	2441.93	2415.90	2389.87	净利率	7.74%	9.96%	10.21%	10.57%
资产总计	58719.68	63765.23	71721.26	79813.45	ROE	5.25%	13.08%	14.37%	14.66%
短期借款	1692.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.51%	6.57%	7.33%	7.70%
应付和预收款项	7442.88	17217.17	20323.59	22945.64	ROIC	7.32%	14.86%	18.29%	22.04%
长期借款	9225.76	9225.76	9225.76	9225.76	EBITDA/销售收入	25.25%	20.06%	19.24%	18.78%
其他负债	12277.66	5287.66	5554.62	5732.80	营运能力				
负债合计	30638.29	31730.59	35103.96	37904.20	总资产周转率	0.35	0.69	0.76	0.77
股本	3032.93	3032.93	3032.93	3032.93	固定资产周转率	0.83	1.49	1.69	2.06
资本公积	12389.47	12389.47	12389.47	12389.47	应收账款周转率	8.40	10.78	8.34	8.27
留存收益	3766.10	6937.86	10520.52	14812.47	存货周转率	8.08	9.71	7.80	7.50
归属母公司股东权益	19207.01	22360.26	25942.91	30234.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.52%	—	—	—
少数股东权益	8874.39	9674.39	10674.39	11674.39	资本结构				
股东权益合计	28081.39	32034.64	36617.30	41909.25	资产负债率	52.18%	49.76%	48.94%	47.49%
负债和股东权益合计	58719.68	63765.23	71721.26	79813.45	带息债务/总负债	42.16%	35.37%	31.98%	29.61%
					流动比率	0.93	1.25	1.53	1.79
					速动比率	0.80	1.00	1.26	1.53
					股利支付率	7.67%	6.43%	15.91%	16.56%
					每股指标				
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益	0.36	1.12	1.40	1.70
EBITDA	4812.56	8433.55	9910.13	10914.51	每股净资产	6.33	7.37	8.55	9.97
PE	137.03	44.02	35.02	29.01	每股经营现金	0.94	2.58	2.83	3.38
PB	7.77	6.67	5.75	4.94	每股股利	0.03	0.07	0.22	0.28
PS	7.83	3.55	2.90	2.57					
EV/EBITDA	32.55	17.80	14.45	12.35					
股息率	0.06%	0.15%	0.45%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn