

中环股份 (002129)

公司研究/点评报告

三季度业绩高增，持续建立领先优势

—中环股份 (002129) 2021 年三季度报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 25 日，公司发布 2021 年三季度季报，21Q1-3 实现营收 290.89 亿元，同比增长 117.46%。其中 Q3 实现营收 114.45 亿元，同比增长 141.84%。实现归母净利润 27.61 亿元，同比增长 226.29%。其中 Q3 实现归母净利润 12.82 亿元，同比增长 316.08%；实现扣非归母净利润 24.94 亿元，同比增长 295.04%。尽管公司在前三季度计提存货减值近 3.5 亿元，但业绩仍实现高增。

二、分析与判断

➢ 注重研发与技术创新，建立持续领先优势

1) 光伏材料板块：截至 2021 年三季度末，600W+光伏开放创新生态联盟成员已达 89 家；G12 硅片的市场渗透率由年初 6% 提升至 20%，单晶总产能提升至 73.5GW（其中 G12 产能占比约 59%）。太阳能级单晶硅投资项目——50GW（G12）宁夏中环六期项目进展顺利，预计 2021 年底开始投产，2023 年全部达产。**2) 光伏电池及组件板块：**公司持续开展了叠瓦 3.0 产线的组件技术研发和 PERC3.0 电池技术研发。江苏地区项目产能实现 6GW；天津地区正式进入投产阶段。与此同时对 MAXEON 公司的 IBC 电池-组件、叠瓦组件的研发能力的转移有序进行中。

➢ 半导体材料产能持续释放，加大投资拓展全球业务

公司产能规模持续提升，8-12 英寸抛光片、外延片出货量加速攀升，产销规模同比提升 90% 以上，预计 2021 全年半导体材料可实现营收超 20 亿元。截至 2021 年三季度末，公司已形成月产能 8 英寸 65 万片，12 英寸 10 万片，新增布局小直径扩产和 8 英寸新产品项目。同时，借助半导体市场快速增量契机，公司立足国内市场，与多家国际芯片厂商签订长期战略合作协议，为全球业务拓展奠定了客户基础。

三、投资建议

考虑到公司产能不断释放，我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 40.25、54.75 和 63.70 亿元，增速分别为 270%、36%、16%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 38、28、24 倍。参考 SW 光伏设备板块 65 倍 PE 水平（TTM，Wind 一致盈利预期），首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

大硅片扩产进度低于预期、光伏装机需求低于预期等。

推荐

首次评级

当前价格： 50.15 元

交易数据 2021-10-27

近 12 个月最高/最低(元)	54.92/21.46
总股本 (百万股)	3,033
流通股本 (百万股)	3,031
流通股比例 (%)	99.95
总市值 (亿元)	1,521
流通市值 (亿元)	1,520

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓永康

执业证号： S0100521100006

电话： 021-60876734

邮箱： dengyongkang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,057	41,241	55,208	61,260
增长率 (%)	12.8	116.4	33.9	11.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,089	4,025	5,475	6,370
增长率 (%)	20.5	269.6	36.0	16.3
每股收益 (元)	0.36	1.33	1.81	2.10
PE (现价)	139.7	37.8	27.8	23.9
PB	7.9	6.7	5.5	4.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,057	41,241	55,208	61,260
营业成本	15,464	33,160	44,136	48,134
营业税金及附加	127	206	248	276
销售费用	159	144	186	198
管理费用	644	928	1,132	1,164
研发费用	619	1,072	1,325	1,348
EBIT	2,443	6,430	8,658	10,092
财务费用	1,029	700	850	1,000
资产减值损失	(25)	450	200	300
投资收益	303	1,150	677	250
营业利润	1,631	5,730	7,808	9,092
营业外收支	61	40	40	40
利润总额	1,692	5,770	7,848	9,132
所得税	217	739	1,005	1,169
净利润	1,089	4,025	5,475	6,370
归属于母公司净利润	1,089	4,025	5,475	6,370
EBITDA	4,570	8,730	11,318	13,118
资产负债表 (百万元)				
货币资金	7516	16497	22083	24504
应收账款及票据	2543	13953	3882	8030
预付款项	838	2662	1016	3797
存货	2144	5593	4460	6504
其他流动资产	2669	2765	2877	2994
流动资产合计	16085	41845	34693	46204
长期股权投资	3174	3674	4174	4674
固定资产	25273	27214	28934	30416
无形资产	3333	3601	3838	4045
非流动资产合计	42635	46034	49073	51742
资产合计	58720	87879	83765	97946
短期借款	1692	7045	8259	9708
应付账款及票据	7626	18902	5250	10260
其他流动负债	8012	11460	8666	11651
流动负债合计	17330	37407	22175	31619
长期借款	9226	13635	18392	15737
其他长期负债	4083	4145	4210	4276
非流动负债合计	13308	17780	22602	20013
负债合计	30638	55187	44777	51632
股本	3033	3033	3033	3033
少数股东权益	8874	9881	11249	12842
股东权益合计	28081	32692	38988	46314
负债和股东权益合计	58720	87879	83765	97946

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	12.8	116.4	33.9	11.0
EBIT 增长率	2.5	163.2	34.7	16.6
净利润增长率	20.5	269.6	36.0	16.3
盈利能力				
毛利率	18.9	19.6	20.1	21.4
净利润率	5.7	9.8	9.9	10.4
总资产收益率 ROA	2.5	5.7	8.2	8.1
净资产收益率 ROE	5.7	17.6	19.7	19.0
偿债能力				
流动比率	0.9	1.1	1.6	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.4	1.3
现金比率	0.7	0.4	0.5	0.5
资产负债率	0.5	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	45.4	52.0	42.0	30.0
存货周转天数	34.9	33.8	32.8	32.2
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	1.3	1.8	2.1
每股净资产	6.3	7.5	9.1	11.0
每股经营现金流	0.9	1.5	1.9	3.4
每股股利	0.1	0.1	0.2	0.2
估值分析				
PE	139.7	37.8	27.8	23.9
PB	7.9	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	20.7	19.6	15.3	13.0
股息收益率	0.1	0.3	0.4	0.4

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,476	4,025	5,475	6,370
折旧和摊销	2,152	2,300	2,659	3,027
营运资金变动	(373)	(2,280)	(3,922)	(1,311)
经营活动现金流	2,859	4,601	5,755	10,428
资本开支	(7,053)	(2,160)	(1,004)	(4,041)
投资	303	1,150	677	250
投资活动现金流	(7,426)	(4,440)	(4,925)	(5,352)
股权募资	1,169	0	0	0
债务募资	233	300	0	0
筹资活动现金流	4,135	8,819	4,757	(2,655)
现金净流量	(433)	8,981	5,587	2,421

分析师简介

邓永康，西安交通大学本科，南京大学硕士，在能源和新能源行业有12年产业工作经验。2015年加入证券行业，曾就职于中信证券和安信证券，2021年10月加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。