

业绩环比连续增长，进入高增长阶段

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度及 2022 年一季度业绩报告。2021 年公司实现营收 411 亿元，同比增长 115.7%，归母净利润 40.3 亿元，同比增长 270.03%，实现扣非净利润 38.83 亿元，同比增长 307.56%。一季度公司实现营收 133.68 亿元，同比增长 79.13%，归母净利润 13.1 亿元，同比增长 142.08%，扣非净利润 13 亿元，同比增长 150.87%。
- **光伏硅片产销放量，G12 渗透率提升。** 2021 年，公司光伏硅片实现营收约 384 亿元，同比增长 128.1%。公司出货 82.1 亿平，约 51GW，同比增长 35.09%。公司单晶总产能提升至 88GW（其中 G12 产能占比约 70%），Q1 提升至 95GW（其中 G12 产能占比约 72%）。晶体环节，单位产品硅料消耗率同比下降近 3%，硅棒单台月产提升 30%；晶片环节，硅片 A 品率大幅提升，同时积极推进细线化、薄片化等项目，同硅片厚度下公斤出片数提升 8%，毛利率提升至 22.73%。
- **宁夏六期项目逐渐达产，N 型硅片有望逐渐放量。** 公司产能按计划逐步投放，目前产能达到 100GW 左右。50GW（G12）宁夏中环六期项目进展顺利，预计 2022 年底公司晶体产能将超过 140GW，G12 先进产能占比约 90%，为匹配晶体产能，公司加速推进年产 25GW DW 三期、年产 30GW DW 四期项目。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。
- **叠瓦组件开始放量，产能持续提升。** 2021 年公司光伏组件销量 4.2GW，同比增长 120.76%，毛利率提升 2.8 个百分点至 13.3%。截至一季度，公司江苏地区 G12 高效叠瓦组件项目产能实现 8GW；天津地区 G12 高效叠瓦组件项目产能持续提产已实现 3GW，预计 2022 年末实现约 20GW 叠瓦组件产能。
- **半导体业务开始加速增长，12 寸产能按计划投产。** 2021 年公司抛光片、外延片产品出货量大幅提升，其中 8~12 英寸产品持续增量。内蒙地区二期项目投产，天津地区扩产项目新工厂 2021 年内完成主体建设，2022 年二季度实现设备进厂，进一步扩大公司 8 寸及以下功率产品基地的产能；江苏宜兴加速项目二期的实施，截至 2021 年末已经形成 6 寸 50 万片/月，8 英寸 75 万片/月、12 英寸 17 万片/月产能，预计到 2023 年底公司将实现 6 英寸及以下 110 万片/月、8 英寸 100 万片/月、12 英寸 60 万片/月的产能目标。
- **盈利预测与投资建议。** 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，我们维持目标价 67.5 元，维持“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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	41104.69	51521.00	61120.00	73080.00
增长率	115.70%	25.34%	18.63%	19.57%
归属母公司净利润(百万元)	4029.62	4975.08	5625.93	6412.06
增长率	270.03%	23.46%	13.08%	13.97%
每股收益 EPS(元)	1.25	1.54	1.74	1.98
净资产收益率 ROE	10.64%	12.20%	12.20%	12.75%
PE	31	25	22	20
PB	3.98	3.52	3.12	2.76

数据来源: Wind, 西南证券

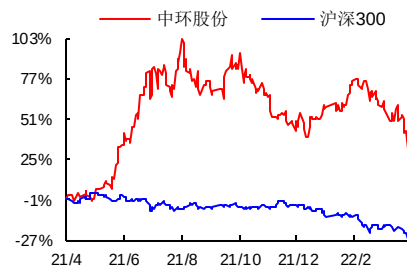
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
 执业证号: S1250521080001
 电话: 021-58351917
 邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
 电话: 021-58351679
 邮箱: xss@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)	32.32
流通 A 股(亿股)	32.30
52 周内股价区间(元)	26.7-54.92
总市值(亿元)	1,261.02
总资产(亿元)	693.08
每股净资产(元)	7.08

相关研究

1. 中环股份(002129): G12 渗透率持续提升，半导体硅片加速增长 (2021-10-27)
2. 中环股份(002129): 混改经营优势凸显，半导体硅片蓄势待发 (2021-08-09)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	41104.69	51521.00	61120.00	73080.00	净利润	4435.13	5675.08	6325.93	7412.06
营业成本	32190.40	41217.97	48883.25	58730.85	折旧与摊销	2842.00	2841.36	3139.95	3154.95
营业税金及附加	170.77	259.92	306.85	356.95	财务费用	839.69	1280.91	1234.03	1216.62
销售费用	130.60	297.65	326.11	374.39	资产减值损失	-1074.06	-400.00	-110.00	-110.00
管理费用	991.72	3606.47	3972.80	4384.80	经营营运资本变动	-1522.44	3063.24	260.51	352.35
财务费用	839.69	1280.91	1234.03	1216.62	其他	-1238.67	-696.13	-530.66	-100.05
资产减值损失	-1074.06	-400.00	-110.00	-110.00	经营活动现金流净额	4281.64	11764.46	10319.76	11925.94
投资收益	1167.63	1100.00	600.00	200.00	资本支出	-7013.49	-500.00	-500.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	23.27	15.51	18.10	其他	-812.84	1123.27	615.51	218.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7826.33	623.27	115.51	218.10
营业利润	5005.60	6381.35	7122.47	8344.49	短期借款	-299.47	-1392.53	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.57	16.57	9.19	11.65	长期借款	3407.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	5000.03	6397.91	7131.66	8356.13	股权融资	8943.46	0.00	0.00	0.00
所得税	564.90	722.84	805.73	944.07	支付股利	-181.98	-805.92	-995.02	-1125.19
净利润	4435.13	5675.08	6325.93	7412.06	其他	-2599.67	-7885.92	-1234.03	-1216.62
少数股东损益	405.51	700.00	700.00	1000.00	筹资活动现金流净额	9269.89	-10084.37	-2229.05	-2341.81
归属母公司股东净利润	4029.62	4975.08	5625.93	6412.06	现金流量净额	5699.57	2303.35	8206.23	9802.23
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10746.31	13049.67	21255.89	31058.12	成长能力				
应收和预付款项	5224.85	7825.36	8907.52	10586.56	销售收入增长率	115.70%	25.34%	18.63%	19.57%
存货	3129.25	3979.68	4749.97	5699.21	营业利润增长率	206.85%	27.48%	11.61%	17.16%
其他流动资产	5358.44	3381.49	3781.94	4280.88	净利润增长率	200.58%	27.96%	11.47%	17.17%
长期股权投资	5127.80	5127.80	5127.80	5127.80	EBITDA 增长率	80.51%	20.91%	9.45%	10.61%
投资性房地产	590.45	590.45	590.45	590.45	获利能力				
固定资产和在建工程	38568.55	36593.61	34320.08	31531.54	毛利率	21.69%	20.00%	20.02%	19.63%
无形资产和开发支出	4295.51	3955.83	3616.15	3276.47	三费率	4.77%	10.06%	9.05%	8.18%
其他非流动资产	4938.21	4911.47	4884.73	4857.99	净利率	10.79%	11.02%	10.35%	10.14%
资产总计	77979.36	79415.35	87234.52	97009.02	ROE	10.64%	12.20%	12.20%	12.75%
短期借款	1392.53	0.00	0.00	0.00	ROA	5.69%	7.15%	7.25%	7.64%
应付和预收款项	9815.38	16132.03	18452.71	21725.05	ROIC	13.11%	16.24%	19.15%	23.16%
长期借款	12633.30	12633.30	12633.30	12633.30	EBITDA/销售收入	21.13%	20.39%	18.81%	17.40%
其他负债	12468.38	4133.71	4301.28	4516.57	营运能力				
负债合计	36309.58	32899.04	35387.29	38874.92	总资产周转率	0.60	0.65	0.73	0.79
股本	3231.73	3231.73	3231.73	3231.73	固定资产周转率	1.50	1.56	1.72	2.22
资本公积	21134.12	21134.12	21134.12	21134.12	应收账款周转率	15.90	12.65	11.42	11.86
留存收益	7613.74	11782.90	16413.81	21700.68	存货周转率	12.13	11.55	11.16	11.23
归属母公司股东权益	31672.29	35818.82	40449.73	45736.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	33.83%	—	—	—
少数股东权益	9997.49	10697.49	11397.49	12397.49	资本结构				
股东权益合计	41669.78	46516.32	51847.23	58134.10	资产负债率	46.56%	41.43%	40.57%	40.07%
负债和股东权益合计	77979.36	79415.35	87234.52	97009.02	带息债务/总负债	38.63%	38.40%	35.70%	32.50%
					流动比率	1.20	1.66	1.98	2.24
					速动比率	1.04	1.42	1.74	2.00
					股利支付率	4.52%	16.20%	17.69%	17.55%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	8687.29	10503.62	11496.46	12716.06	每股收益	1.25	1.54	1.74	1.98
PE	31.29	25.35	22.41	19.67	每股净资产	9.80	11.08	12.52	14.15
PB	3.98	3.52	3.12	2.76	每股经营现金	1.32	3.64	3.19	3.69
PS	3.07	2.45	2.06	1.73	每股股利	0.06	0.25	0.31	0.35
EV/EBITDA	14.77	11.24	9.55	7.86					
股息率	0.14%	0.64%	0.79%	0.89%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn