中环股份（002129.SZ）

经营业绩高速增长，大尺寸硅片规模加速提升

投资评级 增持
首次评级

基本数据（2021-10-28）

所属行业	电力设备|光伏设备
股价(元)	49.65
总市值(百万元)	150584.80
流通市值(百万元)	150502.69
总股本(百万股)	3032.93
流通股本(百万股)	3031.27
12 个月价格区间(元)	20.14/56.24

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	7.66	8.18	113.17
绝对收益	7.26	10.36	115.85

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

朱志强 分析师
SAC 执业证书：S0380517030001
联系电话：0755-82830333（127）
邮箱：zhuzq@wanhesec.com

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2021 年第三季度报告，2021 年前三季度实现营业收入 290.9 亿元，同比增长 117.5%；归属于上市公司股东的净利润 27.6 亿元，同比增长 226.3%。报告期末，公司总资产 693.1 亿元，较年初增长 18.0%；归属于上市公司股东的净资产为 214.9 亿元，较年初增长 11.9%。公司盈利能力持续向好。

- **Q3 业绩实现上市以来最优，两大主业营收高增长。**21Q3 单季度实现营业收入 114.4 亿，同比增长 141.8%，环比增长 12.4%；实现归母净利润 12.8 亿元，同比增长 316.1%，环比增长 36.5%，光伏板块、半导体板块两大主业保持高速增长。虽然今年前三季度，受行业供应链供需失衡、原材料价格上涨等因素影响，成本压力传导至产业链的各个环节，一定程度上影响到终端需求的发展，但公司通过产品结构转型、技术进步提升产品良率、维护良好的供应链合作关系以及提升半导体业务产销规模等举措，实现业绩高速增长。

- **G12 产品规模提升迅速，产品结构进一步优化。**从技术发展看，大尺寸硅片及电池的优势是比较明显的，尺寸的加大有利于降低组件及关键部件的单位加工成本，是行业进步的一个重要方向。公司 G12 产品规模提升加速、产品结构转型顺利，利用 G12 产品差异化优势，缓解下游客户成本压力，提升自身竞争力。

- **宁夏中环六期项目 21 年底投产，G12 产品规模持续提升。**公司按照既定战略加快 G12 规划产能建设步伐，主导业内最大单体太阳能级单晶硅投资项目—50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智能工厂（宁夏中环六期项目）项目进展顺利，预计 2021 年底开始投产，2023 年全部达产，有望继续在光伏材料大尺寸硅片方面保持领先优势。

- **半导体材料业务快速增长，主要产品产销同比提升超 90%。**公司半导体材料业务产能规模持续提升，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 全年可实现营收超 20 亿元。借助半导体市场快速增量契机，公司与战略客户协同成长，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。公司在 2021 年三季度末已形成月产能 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；预计 2021 年末实现月产能 8 英寸 75 万片，12 英寸 17 万片的既定目标。

- **投资建议：首次给予公司“增持”评级。**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.06 元、1.42 元、1.80 元，PE 分别为 46.6 倍、35 倍、27.6 倍。公司在光伏产业以及半导体领域已形成了一定的技术优势，股权激励方案为公司发展注入新动力，看好公司未来发展前景。首次给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**行业装机需求不及预期，上游原材料价格波动超预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,887	19,057	41,353	51,692	62,030
YoY(%)	22.8	12.8	117.0	25.0	20.0
归母净利润(百万元)	904	1,089	3,229	4,306	5,458
YoY(%)	42.9	20.5	196.5	33.4	26.7
毛利率(%)	19.5	18.9	20.2	19.5	19.5
EPS(摊薄/元)	0.30	0.36	1.06	1.42	1.80
ROE(%)	6.4	5.7	14.9	16.7	17.9
P/E(倍)	166.6	138.3	46.6	35.0	27.6
P/B(倍)	10.7	7.8	6.9	5.8	4.9
净利率(%)	5.4	5.7	7.8	8.3	8.8

资料来源：Wind，万和证券研究所

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16085	32760	23610	42918
现金	7,516	7,444	9,304	11,165
应收票据及应收账款	2,727	14,026	6,307	17,049
预付款项	838	2,822	1,628	3,697
存货	2,144	6,375	3,850	8,515
其他流动资产	2,470	1,962	2,347	2,260
非流动资产	42,635	46,934	51,338	53,790
长期投资	3174	3174	3174	3174
固定资产	25273	29261	32921	34869
在建工程	7736	7789	7831	7865
无形资产	3333	3883	4478	4924
其他非流动资产	1964	1620	1757	1780
资产总计	58720	79693	74948	96708
流动负债	17330	22458	23293	33454
短期借款	1692	610	1025	1961
应付票据及应付账款	7199	13334	13246	20435
预收账款	1721	2826	3538	4435
其他流动负债	372	274	307	317
非流动负债	13308	17592	6147	11160
长期借款	11225	15338	3949	8982
其他非流动负债	2084	2253	2197	2178
负债合计	30638	40049	29440	44615
少数股东权益	8874	9939	11488	13388
股本	3033	3033	3033	3033
资本公积	12389	12436	12405	12410
留存收益	3766	6573	10320	15000
归属母公司股东权益	19207	21743	25758	30443
负债和股东权益总计	58720	71731	66686	88445

现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2859	-1244	21270	3369
净利润	1476	3229	4306	5458
折旧摊销	2152	2779	3677	4452
财务费用	1029	1068	660	397
投资损失	-303	-219	-270	-264
营运资本变动	-1910	-8916	11305	-8629
其他经营现金流	415	815	1590	1955
投资活动现金流	-7426	-6719	-7784	-6755
筹资活动现金流	4135	-72	-11625	5246
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	1.06	1.42	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	-0.41	7.01	1.11
每股净资产(最新摊薄)	6.33	7.17	8.49	10.04

利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19057	41353	51692	62030
营业成本	15464	33000	41604	49920
税金及附加	127	215	282	358
销售费用	159	128	207	248
管理费勇	644	910	1034	1241
研发费用	619	1337	1703	2021
财务费用	1029	1068	660	397
资产减值损失	-25	-105	-76	-69
信用减值损失	-81	-56	-75	-70
公允价值变动收益	70	-250	42	55
投资净收益	303	219	270	264
其他收益	370	220	270	287
营业利润	1631	4723	6633	8311
营业外收入	71	163	88	107
营业外支出	10	10	11	10
利润总额	1692	4876	6709	8408
所得税	217	583	854	1051
税后利润	1476	4294	5855	7358
少数股东损益	387	1065	1549	1900
归属母公司净利润	1089	3229	4306	5458
EBITDA	4808	8570	10970	13160

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	12.8	117.0	25.0	20.0
营业利润(%)	13.2	189.5	40.4	25.3
归母净利润(%)	20.5	196.5	33.4	26.7
获利能力				
毛利率(%)	74.4	73.0	73.0	73.0
净利率(%)	5.7	7.8	8.3	8.8
ROE(%)	5.7	14.9	16.7	17.9
ROIC(%)	8.2	14.0	15.0	21.8
偿债能力				
资产负债率(%)	52.2	55.8	44.1	50.4
流动比率	0.9	1.5	1.0	1.3
速动比率	0.8	1.2	0.8	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.5	0.7	0.6
应收账款周转率	7.6	6.7	6.8	7.0
应付账款周转率	5.1	7.3	6.9	6.3
估值比率				
P/E	138.3	46.6	35.0	27.6
P/B	7.8	6.9	5.8	4.9
EV/EBITDA	19.7	20.0	14.6	12.6

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn