中环股份（002129）

公司研究/点评报告

业绩稳步提升，发力 G12 大硅片

—中环股份（002129）2020 年中报点评

点评报告/基础化工　　2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现营业收入 86.44 亿元，同比增长 8.85%，实现归母净利润 5.38 亿元，同比增长 19.06%。其中 2020Q2 实现营业收入 41.28 亿元，环比下降 8.61%，实现归母净利润 2.86 亿元，环比增长 13.34%。

二、分析与判断

➢ H1 业绩稳步提升，光伏业务贡献主要力量

2020H1 公司新能源材料营收 77.18 亿元，同比上升 10.17%，占营收比重 89.28%，毛利率 18.01%，同比提升 3.10pct。半导体材料营收 5.16 亿元，同比上升 2.70%，占营收比重 5.97%，毛利率 22.35%，同比下降 4.47pct。公司 Q2 营收 41.28 亿元，环比下降 8.61%，毛利率 18.38%，环比下降 1.65pct，业绩短期承压，但 H1 整体维稳，经营性现金流量净额 10.24 亿元，较上年同期增长 20.14%。毛利率 8.37%，同比提升 1.81pct。

➢ 发力 G12 大硅片，与叠瓦组件结合打造低成本产业链

公司未来三年新增产能规划均为 G12，预计 2020 年底产能将达 19GW，2023 年产能将达 85GW，G12 系列加速推进度电成本降低，将公司产业链提升到全新平台。同时公司在江苏、天津启动 G12 高效叠瓦组件项目，将 G12 与叠瓦组件技术相结合，已完成了全新一代 G12 高效叠瓦组件产品下线。投资的 MAXEON 已于 8 月 27 日在纳斯达克上市，将 SunPower 的 IBC 技术、叠瓦技术与 G12 相结合，加速全球化产业布局。

➢ TCL 成为公司混改最终受让方，优势平台助力公司腾飞

TCL 成为公司混改项目的最终受让方，公司有望借力 TCL 金融、产业投资平台以及制造销售体系，推动公司业务在全球行业地位快速提升。根据 8 月 17 日的“科技芯能，引领视界--TCL 新动能战略发布会”，TCL 未来拟助力中环战略总投资预计超 60 亿，主要投向高效叠瓦组件、DW 智慧化工厂、高端半导体产业园三个方向。公司与 TCL 产投联动的合作模式，有望为公司光伏和半导体两大产业技术生态赋能腾飞。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 0.46、0.68 和 0.89 元，对应 PE 分别为 47、32 和 25 倍。参考 SW 光伏设备板块当前平均 42 倍 PE 水平，考虑公司光伏硅片和半导体硅片加速扩张，业绩有望持续高增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期；半导体硅片扩产进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	16,887	23,190	30,815	37,012
增长率（%）	22.8%	37.3%	32.9%	20.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	904	1,391	2,060	2,688
增长率（%）	42.9%	53.9%	48.1%	30.4%
每股收益（元）	0.30	0.46	0.68	0.89
PE（现价）	72.97	47.40	32.00	24.53
PB	2.54	4.26	3.76	3.26

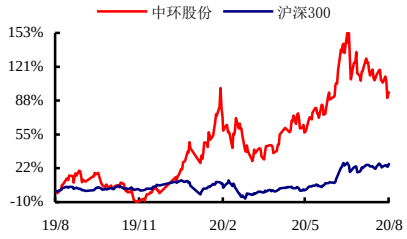
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　21.74 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	28.0/9.91
总股本（百万股）	3,033
流通股本（百万股）	2,683
流通股比例（%）	88.47
总市值（亿元）	659
流通市值（亿元）	583

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：李骥

执业证号：　S0100519100001

电话：　021-60876731

邮箱：　liji@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号：　S0100120070029

电话：　021-60876731

邮箱：　renjie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	16,887	23,190	30,815	37,012
营业成本	13,596	18,315	24,536	29,586
营业税金及附加	75	104	138	165
销售费用	143	249	325	367
管理费用	502	791	1,028	1,199
研发费用	574	844	1,094	1,307
EBIT	1,997	2,888	3,693	4,388
财务费用	907	1,054	993	915
资产减值损失	-99	0	0	0
投资收益	288	229	325	462
营业利润	1,441	2,227	3,306	4,318
营业外收支	17	17	17	17
利润总额	1,457	2,243	3,323	4,334
所得税	196	302	447	583
净利润	1,261	1,942	2,876	3,751
归属于母公司净利润	904	1,391	2,060	2,688
EBITDA	3,972	4,602	5,122	6,108

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,727	8,993	10,797	12,897
应收账款及票据	3,371	4,951	6,532	7,712
预付款项	740	1,084	1,394	1,716
存货	1,554	2,918	3,467	4,093
其他流动资产	2,822	2,872	2,972	3,054
流动资产合计	16,215	20,818	25,163	29,472
长期股权投资	1,813	1,813	1,813	1,813
固定资产	20,490	21,856	23,506	24,865
无形资产	1,870	2,201	2,532	2,863
非流动资产合计	32,904	34,519	37,042	39,274
资产合计	49,119	55,338	62,205	68,746
短期借款	4,423	4,423	4,423	4,423
应付账款及票据	6,273	10,197	13,624	15,685
其他流动负债	4,893	5,247	5,811	6,540
流动负债合计	15,589	19,867	23,859	26,648
长期借款	7,681	7,681	7,681	7,681
其他长期负债	5,300	5,300	5,300	5,300
非流动负债合计	12,981	12,981	12,981	12,981
负债合计	28,570	32,847	36,839	39,629
股本	2,785	3,033	3,033	3,033
少数股东权益	6,451	7,001	7,816	8,880
股东权益合计	20,549	22,490	25,366	29,117
负债和股东权益合计	49,119	55,338	62,205	68,746

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.8%	37.3%	32.9%	20.1%
EBIT 增长率	72.5%	44.6%	27.9%	18.8%
净利润增长率	42.9%	53.9%	48.1%	30.4%
盈利能力				
毛利率	19.5%	21.0%	20.4%	20.1%
净利润率	7.5%	8.4%	9.3%	10.1%
总资产收益率 ROA	1.8%	2.5%	3.3%	3.9%
净资产收益率 ROE	6.4%	9.0%	11.7%	13.3%
偿债能力				
流动比率	1.04	1.05	1.05	1.11
速动比率	0.89	0.85	0.85	0.89
现金比率	0.50	0.45	0.45	0.48
资产负债率	58.2%	59.4%	59.2%	57.6%
经营效率				
应收账款周转天数	52.98	52.98	52.98	52.98
存货周转天数	41.73	58.16	51.58	50.49
总资产周转率	0.34	0.42	0.50	0.54
每股指标（元）				
每股收益	0.30	0.46	0.68	0.89
每股净资产	4.65	5.11	5.79	6.67
每股经营现金流	0.83	1.86	2.20	2.25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	72.97	47.40	32.00	24.53
PB	2.54	4.26	3.76	3.26
EV/EBITDA	10.96	16.37	14.35	11.69
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,261	1,942	2,876	3,751
折旧和摊销	1,976	1,714	1,429	1,720
营运资金变动	-1,604	940	1,451	581
经营活动现金流	2,507	5,633	6,685	6,832
资本开支	-4,622	-3,296	-3,906	-3,893
投资	-115	0	0	0
投资活动现金流	-5,273	-3,067	-3,581	-3,431
股权募资	3,387	248	0	0
债务募资	11,860	0	0	0
筹资活动现金流	4,184	-1,300	-1,300	-1,300
现金净流量	1,437	1,266	1,804	2,100

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。