业绩符合预期，看好混改带来新动能

——中环股份（002129.SZ）2020 年中报点评

公司点评

● 事件：2020H1 归母净利润 5.38 亿元，同比+19.06%

公司发布 2020 年半年报：2020H1 实现营收 86.44 亿元，同比+8.85%，归母净利润 5.38 亿元，同比+19.06%，扣非后归母净利润 4.23 亿元，同比+19.37%，经营活动净现金流 10.24 亿元，同比+20.14%。2020Q2 实现营收 41.28 亿元，同比+0.22%，环比-8.61%，归母净利润 2.86 亿元，同比+8.13%，环比+13.34%，扣非后归母净利润 2.22 亿元，同比+1.44%，环比+11.04%。经营活动净现金流 10.24 亿元，同比+20.14%，环比+67.88%。

● 上半年业绩符合预期

新能源材料业务（硅片、组件）营收 77.17 亿元，同比+10.17%，毛利率 18.01%，同比+3.1 pct。新能源业务盈利能力提升明显。半导体硅片业务营收 5.96 亿元，同比+5.97%，毛利率 22.35%，同比-4.47 pct。

● 光伏：大硅片产能加速释放，组件业务全球化布局

公司 2019 年发布全新平台型产品 G12 大硅片，得到行业认可，下游应用加速。公司年中单晶硅片产能 45GW，年底达 52GW，预计 2023 年，G12 总产能达到 85GW。公司在电池组件持续发力，控股环晟光伏打造先进叠瓦组件平台。公司与道达尔合作，投资 Sunpower 拆分的全球化光伏电池与组件企业 MAXEON（占比 28.85%），为公司的先进制造和全球化经营打下基础。

● 半导体：12 英寸硅片持续突破，国际销售占比快速提升

公司是国内为数不多的掌握 8 英寸和 12 英寸半导体硅片生产的企业，目前 12 英寸硅片大客户认证正在稳步推进，未来将填补我国在大尺寸集成电路用硅片领域的空白。公司国际业务销售占比快速提升，产品在全球前十大功率半导体客户的销售收入持续攀升

● 看好混带带来新动能

8 月份，TCL 与天津市完成中环集团混改签约。未来将全方位赋能，支持中环发展。混改落地后将大幅提升公司的市场化水平和经营效率，更好的激励体制有助于公司进一步放大技术优势、提升盈利能力。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.08、18.31、23.52 亿元，同比分别增长 44.8%、39.9%、28.5%，当前股价对应的 PE 估值分别为 32.8、23.4、18.2 倍。维持“强烈推荐”评级

● 风险提示：需求不急预期、价格下跌、半导体项目及认证进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,756	16,887	20,731	28,516	39,441
增长率(%)	42.6	22.8	22.8	37.6	38.3
净利润(百万元)	632	904	1,308	1,831	2,352
增长率(%)	8.2	42.9	44.8	39.9	28.5
毛利率(%)	17.4	19.5	19.5	19.4	19.1
净利率(%)	4.6	5.4	6.3	6.4	6.0
ROE(%)	5.0	6.1	7.8	9.9	11.4
EPS(摊薄/元)	0.23	0.32	0.47	0.66	0.84
P/E(倍)	67.8	47.4	32.8	23.4	18.2
P/B(倍)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3

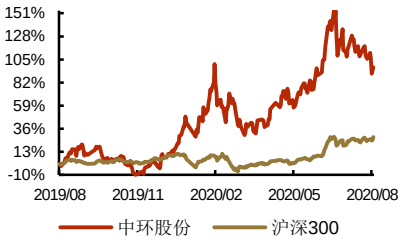
强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

丁亚（联系人）
dingya@xsdzq.cn
证书编号：S0280119060013

市场数据	时间 2020.08.28
收盘价(元):	21.74
一年最低/最高(元):	9.66/29.5
总股本(亿股):	30.33
总市值(亿元):	659.36
流通股本(亿股):	26.83
流通市值(亿元):	583.34
近 3 月换手率:	221.0%

股价一年走势



相关报告

《光伏引领大硅片趋势，半导体硅片稳步推进》2020-04-28

《光伏大硅片应用加速，半导体硅片集成电路领域突破》2020-03-28

《光伏大硅片应用加速，混改有望带来新活力》2020-03-01

《携手道达尔投资 MAXEON，开启全球化发展新征程》2019-11-11

《业绩大幅增长，光伏、半导体双主业均在快速成长期》2019-10-28

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**13893**	**16215**	**13817**	**14443**	**21186**
现金	6740	7727	546	0	0
应收票据及应收账款合计	3790	3371	4626	6877	9032
其他应收款	156	219	242	392	485
预付账款	726	740	1060	1417	2009
存货	1709	1554	4741	3154	7058
其他流动资产	773	2603	2603	2603	2603
非流动资产	**28804**	**32904**	**38024**	**48758**	**63484**
长期投资	2204	1813	1492	1165	839
固定资产	17226	20490	24839	33717	46118
无形资产	1871	2493	2832	3178	3548
其他非流动资产	7504	8108	8861	10698	12980
资产总计	**42697**	**49119**	**51841**	**63201**	**84671**
流动负债	**17214**	**15589**	**16266**	**22770**	**37890**
短期借款	3954	4423	4423	4712	14472
应付票据及应付账款合计	7749	6273	7635	11522	15066
其他流动负债	5512	4893	4207	6536	8352
非流动负债	**9759**	**12981**	**13389**	**15887**	**19183**
长期借款	7337	10725	10757	12492	14718
其他非流动负债	2421	2255	2632	3395	4465
负债合计	**26973**	**28570**	**29654**	**38657**	**57073**
少数股东权益	2399	6451	6864	7474	8258
股本	2785	2785	2785	2785	2785
资本公积	7717	7719	7719	7719	7719
留存收益	2048	2815	4316	6487	9260
归属母公司股东权益	13325	14098	15323	17070	19339
负债和股东权益	**42697**	**49119**	**51841**	**63201**	**84671**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1708**	**2507**	**509**	**9521**	**4765**
净利润	789	1261	1722	2441	3137
折旧摊销	1482	1976	1818	2455	3438
财务费用	618	907	681	850	1262
投资损失	-65	-288	-133	-141	-162
营运资金变动	-977	-1604	-3561	3938	-2888
其他经营现金流	-139	255	-18	-23	-21
投资活动现金流	**-5759**	**-5273**	**-6788**	**-13026**	**-17982**
资本支出	5418	4643	5441	11061	15052
长期投资	-544	-115	321	391	326
其他投资现金流	-884	-744	-1025	-1574	-2603
筹资活动现金流	**3081**	**4184**	**-903**	**2671**	**3456**
短期借款	-112	470	0	0	0
长期借款	1520	3388	31	1735	2226
普通股增加	141	0	0	0	0
资本公积增加	852	2	0	0	0
其他筹资现金流	681	324	-935	936	1231
现金净增加额	**-920**	**1437**	**-7181**	**-834**	**-9760**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13,756**	**16,887**	**20,731**	**28,516**	**39,441**
营业成本	11369	13596	16691	22989	31906
营业税金及附加	62	75	85	122	171
营业费用	171	143	229	308	422
管理费用	577	502	622	855	1183
研发费用	419	574	705	970	1342
财务费用	618	907	681	850	1262
资产减值损失	190	-99	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	69	221	75	94	115
投资净收益	65	288	133	141	162
营业利润	**491**	**1441**	**1945**	**2679**	**3453**
营业外收入	390	28	139	149	176
营业外支出	8	11	7	7	8
利润总额	**873**	**1457**	**2077**	**2820**	**3621**
所得税	84	196	355	378	485
净利润	**789**	**1261**	**1722**	**2441**	**3137**
少数股东损益	157	358	413	610	784
归属母公司净利润	**632**	**904**	**1,308**	**1,831**	**2,352**
EBITDA	3126	4542	4576	6125	8321
EPS（元）	0.23	0.32	0.47	0.66	0.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.6	22.8	22.8	37.6	38.3
营业利润(%)	-24.4	193.7	35.0	37.7	28.9
归属于母公司净利润(%)	8.2	42.9	44.8	39.9	28.5
获利能力					
毛利率(%)	17.4	19.5	19.5	19.4	19.1
净利率(%)	4.6	5.4	6.3	6.4	6.0
ROE(%)	5.0	6.1	7.8	9.9	11.4
ROIC(%)	7.3	9.8	7.3	8.4	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	63.2	58.2	57.2	61.2	67.4
净负债比率(%)	72.3	61.0	88.3	97.9	139.8
流动比率	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.7	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.7	4.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.1	1.9	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.32	0.47	0.66	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	0.63	0.18	3.42	1.71
每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.79	5.23	5.85	6.67
估值比率					
P/E	67.8	47.4	32.8	23.4	18.2
P/B	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.1	13.6	15.1	12.1	10.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/