

中环股份 (002129)

单晶硅片供不应求，半年业绩高增长

——2019 半年业绩预告点评暨中环股份系列报告⑥

	徐云飞 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880517120001

本报告导读:

2019 年受益光伏硅片供不应求，上半年归母净利润大增 43%-60%，业绩保持高增长，维持“增持”评级。

投资要点:

维持增持评级，维持目标价 15.46 元。维持 2019-2021 年

EPS0.54/0.73/1.09 元的预测，维持“增持”评级，维持目标价 15.46 元。

单晶硅片供不应求，业绩保持高增长。由于 2019 年 PERC 电池进入高速扩产期，需求旺盛，而单晶硅片产能扩张滞后，导致单晶硅片持续供不应求，供需紧张程度逐月加重。中环 1 月价格已经上调，毛利率预计恢复到 20% 以上。二季度单季业绩区间为 2.42-2.92 亿元，同比增长 38%-67%，业绩符合预期。

光伏硅片与半导体硅片双轮驱动，理顺机制进入加速发展期。单晶硅片环节目前是非常良好的双寡头格局，有利于获得长期稳定的盈利能力。中环目前光伏硅片产能已经突破 30GW，五期 25GW 项目也已开工，预计 2022 年形成 56GW 的单晶硅片产能。我们了解到公司半导体 8 寸片订单非常充沛，2019 年 4 月需交货 25 万片、整个 Q2 需要交付 80 万片，目前仅能满足长单客户需求，超出市场预期，12 寸硅片形成量产销售也值得期待。在客户拓展方面已取得重大成效，已累计通过 58 个全球客户共 9 个大品类产品认证并实现批量供应，而且 8 寸客户与 12 寸客户有较高的重叠度，有利于 12 寸产品认证销售。公司的一期股权激励已经完成，董事长也已经增持，后面连续 4 年都有股权激励，创新式长期激励将重塑公司的治理结构。定增也已过会，预计将获得充足资金发力半导体硅片扩产。

催化剂。光伏硅片价格持续维持高位、半导体 12 寸大硅片形成销售。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,644	13,756	17,445	24,440	34,462
(+/-)%	42%	43%	27%	40%	41%
经营利润 (EBIT)	1,012	1,037	2,390	3,275	4,416
(+/-)%	142%	2%	130%	37%	35%
净利润 (归母)	585	632	1,506	2,040	3,030
(+/-)%	45%	8%	138%	35%	49%
每股净收益 (元)	0.21	0.23	0.54	0.73	1.09
每股股利 (元)	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.5%	7.5%	13.7%	13.4%	12.8%
净资产收益率 (%)	5.0%	4.7%	10.8%	12.8%	16.1%
投入资本回报率 (%)	5.1%	4.4%	8.6%	10.6%	17.6%
EV/EBITDA	15.3	13.8	8.4	6.4	3.9
市盈率	43.9	40.6	17.0	12.6	8.5
股息率 (%)	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.46**

上次预测: 15.46

当前价格: 9.79

2019.07.22

交易数据

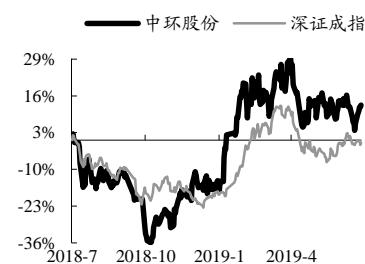
52 周内股价区间 (元)	5.20-11.65
总市值 (百万元)	27,267
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,785/2,644
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	95%
日均成交量 (百万股)	36.47
日均成交值 (百万元)	359.93

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,514
每股净资产	4.85
市净率	2.0
净负债率	84.38%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.07
Q2	0.06	0.14
Q3	0.05	0.16
Q4	0.07	0.17
全年	0.23	0.54

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-13%	13%
相对指数	0%	-2%	15%

相关报告

《主业景气继续向上，董事长拟增持股份》
2019.06.21

《员工持股与 25GW 扩产方案落地》
2019.05.31

《国产大硅片供不应求，股权激励实施在即》
2019.04.23

《光伏半导体硅片量利齐升，预告 Q1 高增长》
2019.04.01

《单晶硅片紧俏，顺势再扩 25GW》2019.03.20

模型更新时间: 2019.07.22

股票研究

工业
资本货物

中环股份 (002129)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.46**

上次预测: 15.46

当前价格: 9.79

公司网址

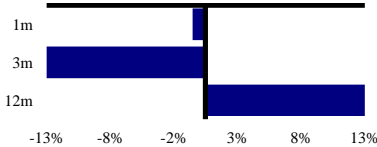
www.tjsemi.com

公司简介

公司是天津中环电子信息集团有限公司控股的公众公司。

公司致力于半导体节能产业和新能源产业,是一家集科研、生产、经营、创投于一体的国有控股高新技术企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

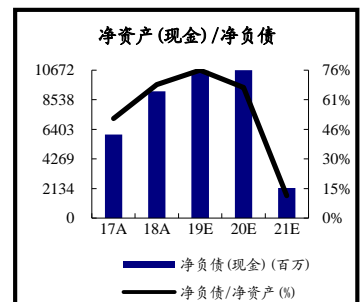
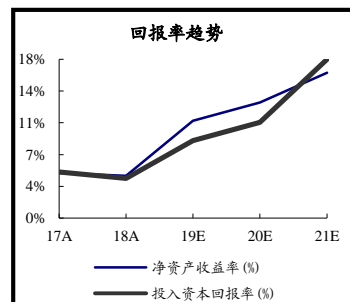
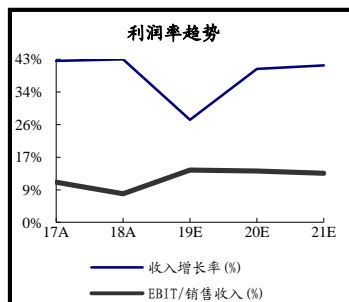
5.20-11.65

市值 (百万)

27,267

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	9,644	13,756	17,445	24,440	34,462
营业成本	7,726	11,369	13,729	19,112	27,255
税金及附加	40	62	0	0	0
销售费用	109	171	262	415	551
管理费用	350	577	1,064	1,637	2,240
EBIT	1,017	1,037	2,390	3,275	4,416
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	76	65	192	286	400
财务费用	439	618	367	484	299
营业利润	649	491	2,215	3,077	4,516
所得税	93	84	332	462	632
少数股东损益	6	157	377	575	854
净利润	585	632	1,506	2,040	3,030
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,001	6,740	2,000	2,000	5,170
其他流动资产	793	808	0	0	0
长期投资	1,850	3,680	3,680	3,680	3,680
固定资产合计	15,151	21,805	24,011	26,798	23,258
无形及其他资产	2,670	3,240	2,514	2,789	3,098
资产合计	31,007	42,697	38,598	44,882	48,568
流动负债	10,228	17,214	14,512	18,265	18,150
非流动负债	7,779	9,759	7,337	7,337	7,337
股东权益	11,803	13,325	13,973	15,929	18,875
投入资本(IC)	17,187	21,347	23,684	26,278	21,568
现金流量表					
NOPLAT	875	938	2,032	2,784	3,797
折旧与摊销	970	1,482	1,944	2,388	2,739
流动资金增量	-792	2,862	51	468	1,479
资本支出	-3,884	-5,263	-3,425	-5,450	492
自由现金流	-2,831	19	602	190	8,507
经营现金流	1,052	1,708	5,279	5,739	8,127
投资现金流	-4,788	-5,759	-3,233	-5,164	892
融资现金流	5,281	3,081	-6,786	-575	-5,849
现金流净增加额	1,545	-969	-4,740	0	3,170
财务指标					
成长性					
收入增长率	42.2%	42.6%	26.8%	40.1%	41.0%
EBIT 增长率	141.9%	2.5%	130.5%	37.0%	34.8%
净利润增长率	45.4%	8.2%	138.2%	35.4%	48.5%
利润率					
毛利率	19.9%	17.4%	21.3%	21.8%	20.9%
EBIT 率	10.5%	7.5%	13.7%	13.4%	12.8%
净利润率	6.1%	4.6%	8.6%	8.3%	8.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.0%	4.7%	10.8%	12.8%	16.1%
总资产收益率(ROA)	1.9%	1.5%	3.9%	4.5%	6.2%
投入资本回报率(ROIC)	5.1%	4.4%	8.6%	10.6%	17.6%
运营能力					
存货周转天数	73	54	57	61	57
应收账款周转天数	44	54	41	47	47
总资产周转天数	1022	978	850	623	495
净利润现金含量	1.80	2.70	3.50	2.81	2.68
资本支出/收入	40%	38%	20%	22%	-1%
偿债能力					
资产负债率	58.1%	63.2%	56.6%	57.0%	52.5%
净负债率	51.1%	68.5%	76.0%	67.0%	11.5%
估值比率					
PE	43.9	40.6	17.0	12.6	8.5
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.3	13.8	8.4	6.4	3.9
P/S	2.5	1.9	1.5	1.1	0.7
股息率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		