

# 中环股份 (002129.SZ)

## 切片产能迅速提升，G12大硅片稳步推进

**事件：**中环股份 25GW DW 智慧化切片工厂投产。

**25GW 大硅片切片产能投产，硅片薄片化再进一步。**对于 G12 硅片而言，由于硅片尺寸越大，对角线长度达到 295mm，单颗方棒的重量也越大，所以切片环节的难度也大幅提升。根据“幸福中环”微信公众号信息，中环在天津 DW 智慧化切片工厂正式投产，切片产能从原有的 10GW 提升至 23GW，可以满足短期内 G12 尺寸硅片切片需求。工业 4.0 的使用也有助于提高切片环节良品率，降低切片成本。同时从硅片厚度来看，公司随着新产能的投产，硅片厚度可以从 180 μm 降到 150 μm，硅片薄片化更进一步。

**终端组件逐步量产，下半年需求有望逐步提升。**根据天合光能官方公众号，7月10日，天合光能在江苏宿迁、浙江义乌的制造基地同步正式投产采用 G12 硅片的至尊超高功率组件，预计到今年年底至尊组件产能达到 10GW，2021 年底和 2022 年底分别可达 21GW、31GW 左右。同时东方日升和环晟也在积极推进 G12 组件产品。随着大规模量产的逐步启动，终端市场陆续取得验证，大尺寸组件渗透率有望迅速提升。

**光伏为基，半导体为翼，参与中芯国际战略配售，半导体硅片推进顺利。**公司为全球硅片环节龙头，同时布局光伏和半导体硅片。公司不断对成熟量产及研发中产品进行技术研发与迭代更新。目前重掺产品已全面通过客户认证，轻掺产品已实现 Cop Free，进入 28nm 的技术节点，未来还有望更进一层。今年以来，陆续扩大 8 寸和 12 寸硅片产能。2020 年 7 月 6 日，公司公告表示公司参与中芯聚源发起设立的专项股权投资基金聚源芯星，募集规模 23.05 亿元，中环股份为有限合伙人，使用自有资金出资 2 亿元人民币认购聚源芯星的基金份额。目前聚源芯星作为战略投资者认购中芯国际在科创板首次公开发行的战略配售。中芯国际为公司下游客户，公司参与其上市战略配售，后续有望进去公司大硅片供应链体系，推动国内半导体事业发展。

**业绩预测：**预计公司 2020/2021/2022 年实现收入 241.94/320.56/383.5 亿元，实现净利润 14.46/18.43/24.46 亿元，对应估值 53.9/42.3/31.9 倍。

**风险提示：**2020 年硅片产能释放超预期，硅片环节价格降价幅度超预期；海外装机不及预期。

| 财务指标           | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 13,756 | 16,887 | 24,194 | 32,056 | 38,350 |
| 增长率 yoy (%)    | 42.6   | 22.8   | 43.3   | 32.5   | 19.6   |
| 归母净利润 (百万元)    | 632    | 904    | 1,446  | 1,843  | 2,446  |
| 增长率 yoy (%)    | 8.2    | 42.9   | 60.1   | 27.5   | 32.7   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.23   | 0.32   | 0.52   | 0.66   | 0.88   |
| 净资产收益率 (%)     | 5.0    | 6.1    | 10.1   | 11.4   | 13.2   |
| P/E (倍)        | 123.3  | 86.3   | 53.9   | 42.3   | 31.9   |
| P/B (倍)        | 6.2    | 5.8    | 5.3    | 4.7    | 4.1    |

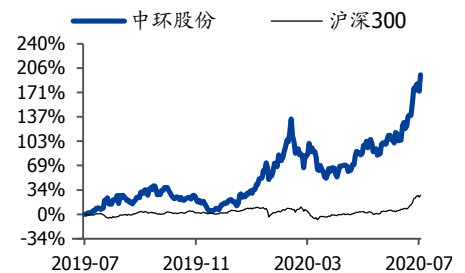
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持 (维持)

#### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 电源设备      |
| 前次评级           | 增持        |
| 最新收盘价          | 28.00     |
| 总市值(百万元)       | 77,984.38 |
| 总股本(百万股)       | 2,785.16  |
| 其中自由流通股(%)     | 96.34     |
| 30 日日均成交量(百万股) | 75.45     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《中环股份 (002129.SZ)：一季度业绩高增长，加码组件环节》2020-04-29
- 2、《中环股份 (002129.SZ)：业绩符合预期，大硅片稳步推进》2020-03-28
- 3、《中环股份 (002129.SZ)：布局 IBC 高效技术，加快制造全球化》2019-11-12



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 13893 | 16215 | 17719 | 15828 | 20616 |
| 现金             | 6740  | 7727  | 3508  | 1603  | 1917  |
| 应收票据及应收账款      | 3790  | 3371  | 6888  | 6705  | 9557  |
| 其他应收款          | 156   | 219   | 319   | 394   | 459   |
| 预付账款           | 726   | 740   | 1361  | 1423  | 1907  |
| 存货             | 1709  | 1554  | 3041  | 3100  | 4173  |
| 其他流动资产         | 773   | 2603  | 2603  | 2603  | 2603  |
| <b>非流动资产</b>   | 28804 | 32904 | 40353 | 47783 | 52705 |
| 长期投资           | 2204  | 1813  | 1478  | 1148  | 812   |
| 固定资产           | 17226 | 20490 | 28490 | 36326 | 41621 |
| 无形资产           | 1871  | 2493  | 2832  | 3178  | 3548  |
| 其他非流动资产        | 7504  | 8108  | 7553  | 7131  | 6725  |
| <b>资产总计</b>    | 42697 | 49119 | 58072 | 63611 | 73321 |
| <b>流动负债</b>    | 17214 | 15589 | 22481 | 25890 | 33566 |
| 短期借款           | 3954  | 4423  | 4423  | 7083  | 9013  |
| 应付票据及应付账款      | 7749  | 6273  | 13474 | 12918 | 18339 |
| 其他流动负债         | 5512  | 4893  | 4584  | 5890  | 6214  |
| <b>非流动负债</b>   | 9759  | 12981 | 12830 | 12110 | 10338 |
| 长期借款           | 7337  | 10725 | 10575 | 9855  | 8082  |
| 其他非流动负债        | 2421  | 2255  | 2255  | 2255  | 2255  |
| <b>负债合计</b>    | 26973 | 28570 | 35311 | 38001 | 43904 |
| 少数股东权益         | 2399  | 6451  | 7300  | 8383  | 9819  |
| 股本             | 2785  | 2785  | 2785  | 2785  | 2785  |
| 资本公积           | 7717  | 7719  | 7719  | 7719  | 7719  |
| 留存收益           | 2048  | 2815  | 4816  | 7418  | 10850 |
| 归属母公司股东权益      | 13325 | 14098 | 15461 | 17228 | 19598 |
| <b>负债和股东权益</b> | 42697 | 49119 | 58072 | 63611 | 73321 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1708  | 2507  | 6728  | 6752  | 9159  |
| 净利润            | 789   | 1261  | 2296  | 2926  | 3882  |
| 折旧摊销           | 1482  | 1976  | 1954  | 2697  | 3396  |
| 财务费用           | 618   | 907   | 850   | 1026  | 1117  |
| 投资损失           | -65   | -288  | -120  | -137  | -152  |
| 营运资金变动         | -977  | -1604 | 1760  | 255   | 935   |
| 其他经营现金流        | -139  | 255   | -12   | -16   | -19   |
| <b>投资活动现金流</b> | -5759 | -5273 | -9271 | -9975 | -8148 |
| 资本支出           | 5418  | 4643  | 7784  | 7761  | 5258  |
| 长期投资           | -544  | -115  | 335   | 324   | 336   |
| 其他投资现金流        | -884  | -744  | -1152 | -1890 | -2553 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3081  | 4184  | -1675 | -1342 | -2626 |
| 短期借款           | -112  | 470   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 1520  | 3388  | -150  | -720  | -1773 |
| 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   | -1525 | -622  | -854  |
| <b>现金净增加额</b>  | -920  | 1437  | -4218 | -4565 | -1615 |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 13756 | 16887 | 24194 | 32056 | 38350 |
| 营业成本            | 11369 | 13596 | 19145 | 25587 | 30305 |
| 营业税金及附加         | 62    | 75    | 99    | 138   | 166   |
| 营业费用            | 171   | 143   | 277   | 367   | 439   |
| 管理费用            | 577   | 502   | 719   | 952   | 1139  |
| 研发费用            | 419   | 574   | 726   | 962   | 1150  |
| 财务费用            | 618   | 907   | 850   | 1026  | 1117  |
| 资产减值损失          | 190   | -99   | 110   | 110   | 110   |
| 其他收益            | 69    | 221   | 100   | 130   | 150   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 65    | 288   | 120   | 137   | 152   |
| 资产处置收益          | 6     | 29    | 12    | 16    | 19    |
| <b>营业利润</b>     | 491   | 1441  | 2499  | 3197  | 4245  |
| 营业外收入           | 390   | 28    | 139   | 149   | 176   |
| 营业外支出           | 8     | 11    | 7     | 7     | 8     |
| <b>利润总额</b>     | 873   | 1457  | 2631  | 3338  | 4413  |
| 所得税             | 84    | 196   | 336   | 412   | 531   |
| <b>净利润</b>      | 789   | 1261  | 2296  | 2926  | 3882  |
| 少数股东损益          | 157   | 358   | 849   | 1083  | 1436  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 632   | 904   | 1446  | 1843  | 2446  |
| EBITDA          | 2876  | 4177  | 5352  | 6948  | 8806  |
| EPS (元)         | 0.23  | 0.32  | 0.52  | 0.66  | 0.88  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 42.6  | 22.8  | 43.3  | 32.5  | 19.6  |
| 营业利润(%)         | -24.4 | 193.7 | 73.5  | 27.9  | 32.8  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 8.2   | 42.9  | 60.1  | 27.5  | 32.7  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 17.4  | 19.5  | 20.9  | 20.2  | 21.0  |
| 净利率(%)          | 4.6   | 5.4   | 6.0   | 5.8   | 6.4   |
| ROE(%)          | 5.0   | 6.1   | 10.1  | 11.4  | 13.2  |
| ROIC(%)         | 4.0   | 5.5   | 8.5   | 9.5   | 11.3  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 63.2  | 58.2  | 60.8  | 59.7  | 59.9  |
| 净负债比率(%)        | 72.3  | 61.0  | 70.4  | 79.4  | 69.8  |
| 流动比率            | 0.8   | 1.0   | 0.8   | 0.6   | 0.6   |
| 速动比率            | 0.6   | 0.7   | 0.5   | 0.3   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 应收账款周转率         | 4.7   | 4.7   | 4.7   | 4.7   | 4.7   |
| 应付账款周转率         | 2.1   | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 1.9   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.23  | 0.32  | 0.52  | 0.66  | 0.88  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.61  | 0.90  | 2.42  | 2.42  | 3.29  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 4.51  | 4.79  | 5.28  | 5.91  | 6.76  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 123.3 | 86.3  | 53.9  | 42.3  | 31.9  |
| P/B             | 6.2   | 5.8   | 5.3   | 4.7   | 4.1   |
| EV/EBITDA       | 31.9  | 23.2  | 18.9  | 15.4  | 12.3  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com