

# 业绩符合预期，全球单晶材料龙头正在崛起

——中环股份中报点评

半年报点评

开文明(分析师) 丁亚(联系人)  
021-68865582 dingya@xsdzq.cn  
kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号: S0280119060013  
证书编号: S0280517100002

## ● 中报收入业绩高增长，整体符合预期

公司发布 2019 年中报，2019 年上半年实现营业收入 79.42 亿元(同比+22.91%)，归母净利润 4.52 亿元(同比+50.69%)，扣非后归母净利润 3.54 亿元(同比+58.57%)；二季度公司实现营业收入 41.19 亿元(同比增长 12.55%，环比+7.74%)，实现归母净利润 2.65 亿元(同比增长 51.08%，环比+40.96%)，实现扣非后归母净利润 2.19 亿元(同比增+77.66%，环比 62.22%)。业绩整体符合预期。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 13.72、17.28、23.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.62、0.85，维持“强烈推荐”评级。

## ● 费控能力增强，现金流持续向好

各项费用方面，销售费用率同比下降 0.33 个百分点，主要是由于上半年组件销量减少，运费降低所致；管理费用率同比下降 5.57 个百分点，剔除研发费用单独列示影响后，实际管理费用率下降 3.32 个百分点，主要是公司费用管控力度增强所致；财务费用率同比增加 0.17 个百分点，主要是公司融资规模扩大、利息支出增加所致。上半年公司经营现金流净额 8.52 亿元，同比增长 57.67%，含汇票经营性现金流净额 19.81 亿元，同比增长 113.8%。

## ● 产能扩张坚定，单晶硅片龙头地位稳固

分产品来看，公司上半年是新能源材料业务贡献营业收入 70.42 亿元(占比 88.21%)，同比增长 21.62%；半导体材料业务贡献营业收入 5.02 亿元(占比 6.32 亿元)，同比增长 21.13%。新能源材料毛利率 14.9%，较 18 年全年毛利率下滑 0.13 个百分点，毛利率有所下滑。光伏硅片仍是主要的营收和利润来源，公司内蒙古四期及四期改造项目已全部达产，光伏单晶材料产能达到 30GW。五期项目有已顺利开建，预计投产后总产能将达 55GW 以上。

## ● 半导体硅片产能如期释放，进入高速发展期

2019 年上半年，天津工厂内 8 英寸硅片扩产项目已实现设计产能，12 英寸试验线项目于 2 月产出；宜兴工厂预计下半年 1 条 8 英寸产线投产，12 英寸项目预计 2019Q4 设备搬入，2020Q1 开始投产。公司 8 英寸硅片已在稳定出货，12 英寸硅片国际大客户认证稳步推进。中长期来看，随着半导体产业向中国大陆转移，硅片进口替代空间巨大，公司半导体业务也将进入高速发展期。

## ● 风险提示：光伏需求不及预期；半导体扩产进度不及预期

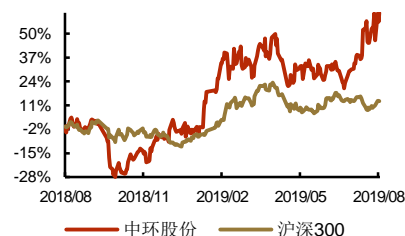
### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,644	13,756	17,688	22,589	27,410
增长率(%)	42.2	42.6	28.6	27.7	21.3
净利润(百万元)	585	632	1,372	1,728	2,378
增长率(%)	45.4	8.2	117.0	25.9	37.6
毛利率(%)	19.9	17.4	24.9	26.6	28.0
净利率(%)	6.1	4.6	7.8	7.7	8.7
ROE(%)	4.5	5.0	9.9	11.1	13.3
EPS(摊薄/元)	0.21	0.23	0.49	0.62	0.85
P/E(倍)	47.0	43.5	20.0	15.9	11.6
P/B(倍)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.08.21
收盘价(元):	12.02
一年最低/最高(元):	5.2/12.35
总股本(亿股):	27.85
总市值(亿元):	334.78
流通股本(亿股):	26.83
流通市值(亿元):	322.53
近 3 月换手率:	138.55%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	20.87	15.4	42.4
绝对	20.34	20.09	58.33

### 相关报告

《员工持股计划出台，绑定利益提升公司竞争力》2019-05-31

《一季报业绩高增长，看好光伏+半导体双轮驱动》2019-04-22

《业绩符合预期，硅片龙头地位不断巩固》2019-03-29

《光伏半导体双轮驱动，硅片龙头初长成》2019-01-30

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>11290</b>	<b>13893</b>	<b>7958</b>	<b>10801</b>	<b>11522</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,644</b>	<b>13,756</b>	<b>17,688</b>	<b>22,589</b>	<b>27,410</b>
现金	6001	6740	0	0	0	营业成本	7726	11369	13275	16577	19742
应收票据及应收账款合计	2058	3790	3730	5873	5779	营业税金及附加	40	62	55	85	106
其他应收款	101	156	174	248	264	营业费用	109	171	216	270	328
预付账款	670	726	1070	1224	1559	管理费用	726	577	999	1308	1428
存货	<b>1649</b>	<b>1709</b>	<b>2212</b>	<b>2683</b>	<b>3146</b>	研发费用	0	419	539	689	836
其他流动资产	811	773	773	773	773	财务费用	439	618	776	1422	1828
<b>非流动资产</b>	<b>19717</b>	<b>28804</b>	<b>35150</b>	<b>42792</b>	<b>49650</b>	资产减值损失	41	190	0	0	0
长期投资	1240	2204	3197	4199	5202	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	11444	17226	21535	26894	31771	其他收益	10	69	20	25	31
无形资产	1078	1871	2137	2447	2759	投资净收益	76	65	49	60	62
其他非流动资产	5955	7504	8280	9251	9918	<b>营业利润</b>	<b>649</b>	<b>491</b>	<b>1900</b>	<b>2328</b>	<b>3239</b>
<b>资产总计</b>	<b>31007</b>	<b>42697</b>	<b>43108</b>	<b>53593</b>	<b>61172</b>	营业外收入	37	390	155	171	188
<b>流动负债</b>	<b>10228</b>	<b>17214</b>	<b>16038</b>	<b>24585</b>	<b>30088</b>	营业外支出	3	8	4	5	5
短期借款	4065	3954	12963	20911	25765	<b>利润总额</b>	<b>683</b>	<b>873</b>	<b>2050</b>	<b>2494</b>	<b>3422</b>
应付票据及应付账款合计	3022	7749	0	0	0	所得税	93	84	338	337	455
其他流动负债	3141	5512	3075	3674	4323	<b>净利润</b>	<b>591</b>	<b>789</b>	<b>1712</b>	<b>2157</b>	<b>2968</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7779</b>	<b>9759</b>	<b>9717</b>	<b>9569</b>	<b>8750</b>	少数股东损益	6	157	340	428	590
长期借款	5818	7337	7296	7147	6328	<b>归属母公司净利润</b>	<b>585</b>	<b>632</b>	<b>1,372</b>	<b>1,728</b>	<b>2,378</b>
其他非流动负债	1962	2421	2421	2421	2421	EBITDA	2104	2876	4259	5807	7660
<b>负债合计</b>	<b>18008</b>	<b>26973</b>	<b>25755</b>	<b>34153</b>	<b>38837</b>	EPS(元)	0.21	0.23	0.49	0.62	0.85
少数股东权益	1196	2399	2739	3168	3757						
股本	2644	2785	2785	2785	2785	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	6865	7717	7717	7717	7717	<b>成长能力</b>					
留存收益	1523	2048	3469	5307	7874	营业收入(%)	42.2	42.6	28.6	27.7	21.3
归属母公司股东权益	11803	13325	14613	16272	18577	营业利润(%)	72.6	-24.4	287.3	22.5	39.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>31007</b>	<b>42697</b>	<b>43108</b>	<b>53593</b>	<b>61172</b>	归属于母公司净利润(%)	45.4	8.2	117.0	25.9	37.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	19.9	17.4	24.9	26.6	28.0
						净利率(%)	6.1	4.6	7.8	7.7	8.7
						ROE(%)	4.5	5.0	9.9	11.1	13.3
						ROIC(%)	5.7	6.2	6.7	7.7	9.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.1	63.2	59.7	63.7	63.5
						净负债比率(%)	61.5	72.3	140.2	167.4	165.4
						流动比率	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4
						速动比率	0.8	0.6	0.2	0.2	0.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	5.9	4.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.6	2.1	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.21	0.23	0.49	0.62	0.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	2.07	-1.53	1.04	2.48
						每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.51	4.97	5.57	6.39
						<b>估值比率</b>					
						P/E	47.0	43.5	20.0	15.9	11.6
						P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5
						EV/EBITDA	17.4	14.3	12.8	10.9	8.9

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管理委员会批复，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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	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/>