

2022年4月27日

公司研究

业绩维持高增，光伏硅片外销市场市占率登顶全球第一

——中环股份（002129.SZ）2021年年报&2022年一季报点评

要点

事件：公司发布2021年年报，2021年实现营业收入411.05亿元，同比增长115.70%，实现归母净利润40.30亿元，同比高增270.03%；2021Q4实现归母净利润12.68亿元，同比增长422.57%；拟每股派发现金红利0.11元（含税）。公司同时发布2022年一季报，2022Q1实现营业收入133.68亿元，同比增长79.13%，实现归母净利润13.11亿元，同比增长142.08%。

光伏硅片外销市场规模登顶全球第一，产品结构持续升级。2021年公司光伏硅片销量同比增长35.09%至82.12亿片（按M6产品折算约51GW），市占率登顶全球第一；在硅料价格高企背景下，公司通过技术创新和工艺进步使得硅耗同比下降近3%，硅棒单台月产提升30%，同硅片厚度下公斤出片数提升8%，带动光伏硅片毛利率同比提升3.44个pct至22.73%。2022Q1公司光伏硅片产能达95GW（G12占比约72%），预计2022年底公司产能将达140GW（G12占比约90%），硅片外销规模将维持全球第一。

光伏组件销量高增，叠瓦组件产能持续提升。2021年公司通过“G12+叠瓦”技术平台的导入和产能规模的持续提升，光伏组件销量同比高增120.76%至4.17GW，毛利率在规模提升的背景下提升2.77个pct至13.26%。2022Q1公司叠瓦组件产能已达11GW，预计2022年末实现约20GW叠瓦组件产能，根据光伏头条统计公司2022Q1中标规模达3.6GW，我们预计2022年组件出货有望突破10GW。

半导体产能规模持续提升，12英寸产品实现突破。2021年公司半导体硅片销量同比增长19.82%至751.54百万平方英寸，其中8~12英寸抛光片、外延片出货面积同比提升114%，出货结构的优化和销售价格的提升推动公司半导体材料业务毛利率同比提升1.14个pct至24.20%。2022Q1公司8-12英寸硅片出货量持续增长，产销规模同比提升115%以上，环比2021Q4提升24%以上，江苏宜兴、内蒙古、天津等地产能建设及爬坡加速推进，预计2022年底实现6/9/12英寸产能90/100/32万片/月的产能目标。

维持“买入”评级：公司光伏及半导体业务产销规模维持高增，且盈利能力正持续改善，我们上调22/23年并引入24年盈利预测，预计公司22-24年实现归母净利润66.25/87.72/104.49亿元（上调13%/上调22%/新增），对应EPS分别为2.05/2.71/3.23元，当前股价对应22年PE为17倍。公司推出的技术革新产品G12大硅片领先于行业，有助于公司提升光伏级硅片盈利水平；同时在半导体硅片这一科技属性赛道取得进一步突破后，在半导体行业政策红利、国产替代、景气度提升的三重因素下公司业绩和估值有望持续提升，维持“买入”评级。

风险提示：210硅片出货及盈利不及预期；半导体硅片产能投放及销售不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,057	41,105	71,707	96,346	109,606
营业收入增长率	12.85%	115.70%	74.45%	34.36%	13.76%
净利润（百万元）	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
净利润增长率	20.51%	270.03%	64.41%	32.41%	19.12%
EPS（元）	0.36	1.25	2.05	2.71	3.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.67%	12.72%	17.46%	19.09%	18.85%
P/E	95	27	17	13	11
P/B	5.4	3.5	2.9	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-26

买入（维持）

当前价：34.21元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.32
总市值(亿元)	1105.57
一年最低/最高(元)	26.54/56.24
近3月换手率	70.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.32	-1.60	48.77
绝对	-20.11	-19.69	23.36

资料来源：Wind

相关研报

业绩维持高增，大股东增持彰显公司信心——中环股份（002129.SZ）2022Q1业绩预告点评（2022-04-14）

中环股份 (002129.SZ)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,057	41,105	71,707	96,346	109,606
营业成本	15,464	32,190	57,266	78,046	88,733
折旧和摊销	2,127	2,817	3,772	4,336	4,895
税金及附加	127	171	298	400	455
销售费用	159	131	215	289	329
管理费用	644	992	1,799	1,927	2,083
研发费用	619	1,859	2,868	3,661	4,165
财务费用	1,029	840	981	1,141	1,035
投资收益	303	1,168	500	400	300
营业利润	1,631	5,006	8,602	10,997	12,870
利润总额	1,692	5,000	8,596	11,017	12,908
所得税	217	565	971	1,245	1,458
净利润	1,476	4,435	7,625	9,772	11,449
少数股东损益	387	406	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
EPS(元)	0.36	1.25	2.05	2.71	3.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,859	4,282	9,656	13,183	17,180
净利润	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
折旧摊销	2,127	2,817	3,772	4,336	4,895
净营运资金增加	-1,614	8,100	11,403	9,058	3,877
其他	1,257	-10,665	-12,145	-8,983	-2,041
投资活动产生现金流	-7,426	-7,826	-4,771	-5,125	-5,200
净资本支出	-3,607	-5,982	-4,659	-5,500	-5,500
长期投资变化	3,174	5,128	0	0	0
其他资产变化	-6,993	-6,972	-112	375	300
融资活动现金流	4,135	9,270	5,881	-666	-7,283
股本变化	248	199	0	0	0
债务净变化	451	1,772	6,513	670	-5,576
无息负债变化	1,617	3,899	1,533	2,393	2,181
净现金流	-526	5,700	10,766	7,392	4,697

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.9%	21.7%	20.1%	19.0%	19.0%
EBITDA 率	24.1%	23.9%	18.4%	17.2%	17.3%
EBIT 率	12.8%	17.0%	13.1%	12.7%	12.8%
税前净利润率	8.9%	12.2%	12.0%	11.4%	11.8%
归母净利润率	5.7%	9.8%	9.2%	9.1%	9.5%
ROA	2.5%	5.7%	8.2%	9.3%	10.2%
ROE (摊薄)	5.7%	12.7%	17.5%	19.1%	18.9%
经营性 ROIC	5.2%	11.0%	12.1%	13.8%	15.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	52%	47%	48%	45%	39%
流动比率	0.93	1.20	1.43	1.74	2.36
速动比率	0.80	1.04	1.27	1.53	2.07
归母权益/有息债务	1.02	1.54	1.40	1.65	2.49
有形资产/有息债务	2.90	3.55	3.28	3.63	4.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	58,720	77,979	93,296	105,368	112,445
货币资金	7,516	10,746	21,512	28,904	33,601
交易性金融资产	375	1,232	1,232	1,232	1,232
应收账款	2,084	3,085	4,417	5,665	6,138
应收票据	396	107	72	96	110
其他应收款 (合计)	93	52	36	48	55
存货	2,144	3,129	4,304	5,967	6,821
其他流动资产	2,440	3,893	3,893	3,893	3,893
流动资产合计	16,085	24,459	38,276	49,160	55,632
其他权益工具	173	173	173	173	173
长期股权投资	3,174	5,128	5,128	5,128	5,128
固定资产	25,273	29,615	32,681	34,549	36,444
在建工程	7,736	8,953	7,322	6,343	4,797
无形资产	2,613	2,839	3,133	3,408	3,664
商誉	215	215	215	215	215
其他非流动资产	1,254	4,122	4,734	4,734	4,734
非流动资产合计	42,635	53,521	55,019	56,208	56,813
总负债	30,638	36,310	44,356	47,419	44,024
短期借款	1,692	1,393	6,906	6,576	0
应付账款	4,513	6,572	6,872	7,805	8,873
应付票据	2,686	2,368	2,863	3,122	3,549
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	290	382	456	496
流动负债合计	17,330	20,444	26,786	28,282	23,582
长期借款	9,226	12,633	13,633	14,633	15,633
应付债券	1,999	0	0	0	0
其他非流动负债	285	1,927	2,631	3,198	3,503
非流动负债合计	13,308	15,866	17,570	19,136	20,441
股东权益	28,081	41,670	48,940	57,949	68,421
股本	3,033	3,232	3,232	3,232	3,232
公积金	12,523	21,494	22,156	22,750	22,750
未分配利润	3,632	7,254	12,861	20,277	29,750
归属母公司权益	19,207	31,672	37,942	45,952	55,424
少数股东权益	8,874	9,997	10,997	11,997	12,997

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.83%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	3.38%	2.41%	2.51%	2.00%	1.90%
财务费用率	5.40%	2.04%	1.37%	1.18%	0.94%
研发费用率	3.25%	4.52%	4.00%	3.80%	3.80%
所得税率	13%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.06	0.11	0.24	0.30	0.35
每股经营现金流	0.94	1.32	2.99	4.08	5.32
每股净资产	6.33	9.80	11.74	14.22	17.15
每股销售收入	6.28	12.72	22.19	29.81	33.92

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	95	27	17	13	11
PB	5.4	3.5	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	29.5	14.9	11.6	9.4	8.0
股息率	0.2%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE