

评级： 买入

董海军
分析师
SAC 执证编号：S0110522090001
donghaijun@sczq.com.cn
电话：86-10-5651 1712

张星梅
研究助理
zhangxingmei@sczq.com.cn
电话：010-81152658

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	42.9
一年内最高/最低价 (元)	62.21/33.55
市盈率 (当前)	20.3
市净率 (当前)	3.69
总股本 (亿股)	32.34
总市值 (亿元)	1,387

资料来源：聚源数据

相关研究

- G12 硅片前景广阔，产品结构持续升级
- 技术助力降本增效，Q2 业绩超预期
- 中环股份 (002129) 公司简评：扩张规模力度空前，加速冲刺光伏龙头

核心观点

- **事件：**公司发布 23Q1 主要经营数据，实现营收 170-180 亿元，同增 27%-35%，实现归母净利润 22-24 亿元，同增 68%-83%，业绩整体符合预期。公司持续推动技术创新和工业 4.0 制造转型，坚持技术创新和制造方式转型相结合，加强研发创新，在晶体晶片、石英坩埚及 TOPCon 电池等方面均有研发布局，持续健康稳定发展。
- **产能快速扩张，210 硅片出货占比提升。**光伏发电经济性驱动终端需求上升，公司加速优势产能建设，晶体 22 年产能 140GW，随着银川项目继续投产及产能爬坡，预计 23 年产能将达 180GW，将继续保持全球单晶规模 TOP1。23 年硅片预出货目标再提升，大尺寸硅片占比攀高，预期单瓦盈利提升。
- **石英砂保供能力强，有效产能充足，预期市占率再提升。**海外石英砂扩产不及预期，叠加下游需求增长，内层石英砂供需错配，公司提前锁定海外高纯石英砂，与欧晶科技深度合作，强保供能力助力公司维持较高水平的开工率，出货节奏稳定，预期 4 月出货再创新高，市占率有望进一步提升。
- **公司拟发行可转债融资，布局 N 型 TOPCon 电池。**公司近期发行可转债融资 138 亿元，用于 35GW 高纯太阳能超薄单晶硅片智慧工厂项目及 25GW TOPCon 电池产能。公司布局 TOPCon 意在消化超规硅片及进行上下游协同技术探索，产品竞争力不断提升。
- **叠瓦组件业务发力，推动工业 4.0 制造转型。**公司坚持差异化竞争理念，坚定“叠瓦+G12”双平台差异化技术和产品路线，推动终端 BOS 成本进一步降低。目前，江苏地区 G12 高效叠瓦组件项目产能实现 9GW，天津地区产能实现 3GW。公司叠瓦组件 22 年下半年集中出现在集中电站招标项目中，预期反亏为盈。公司持续深化自动化、标准化、信息化、数字化、智慧化的生产模式，进一步实现工业 4.0 智慧工厂建设，提升柔性制造能力、生产效率和运营效率，打造自主协同、高效运转的黑灯工厂，工业 4.0 制造优势凸显。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 97.8/118.6/139.6 亿元，对应 PE 为 15.0/12.4/10.5 倍。维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏需求增长不及预期；产能扩张进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	670.1	906.0	1068.5	1232.0
营收增速 (%)	63.0	35.2	17.9	15.3
净利润 (亿元)	68.2	97.8	118.6	139.6
净利润增速 (%)	69.2	43.4	21.3	17.7
EPS (元/股)	2.11	3.02	3.67	4.32
PE	21.6	15.0	12.4	10.5

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	31830	56956	71315	65413	经营活动现金流	5057	18046	20680	22051
现金	10167	29931	40252	30078	净利润	6819	9778	11863	13960
应收账款	3812	5127	6047	6972	折旧摊销	4386	5182	5163	5177
其它应收款	154	209	246	284	财务费用	826	3038	3195	2159
预付账款	2885	3703	4367	5100	投资损失	-1752	-236	-236	-236
存货	6430	8242	9720	11351	营运资金变动	-5682	-90	245	455
其他	3753	5074	5985	6900	其它	206	9	7	15
非流动资产	77304	77092	77184	97250	投资活动现金流	-16292	-4734	-5019	-25016
长期投资	6911	6911	6911	6911	资本支出	11213	4918	5203	25200
固定资产	41624	41912	42454	62924	长期投资	26857	0	0	0
无形资产	4885	4397	3957	3561	其他	-31936	184	184	184
其他	8565	8565	8565	8565	筹资活动现金流	10654	6453	-5341	-7209
资产总计	109134	134048	148499	162663	短期借款	254	365	443	521
流动负债	23020	34695	39205	42447	长期借款	15031	-409	642	-1491
短期借款	651	7963	8109	8109	其他	3228	2587	-2934	-3559
应付账款	12081	15504	18285	21353	现金净增加额	-581	19765	10320	-10174
其他	245	314	371	433					
非流动负债	39054	39563	40132	40132	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	31911	32420	32989	32989	成长能力				
其他	5411	5411	5411	5411	营业收入	63.0%	35.2%	17.9%	15.3%
负债合计	62074	74258	79337	82579	营业利润	46.3%	48.0%	21.8%	17.7%
少数股东权益	9442	9807	10250	10770	归属母公司净利润	69.2%	43.4%	21.3%	17.7%
归属母公司股东权益	37618	49983	58913	69314	获利能力				
负债和股东权益	109134	134048	148499	162663	毛利率	17.8%	22.0%	22.0%	21.0%
					净利率	10.2%	10.8%	11.1%	11.3%
					ROE	18.1%	19.6%	20.1%	20.1%
					ROIC	9.2%	12.7%	13.6%	13.6%
					偿债能力				
					资产负债率	56.9%	55.4%	53.4%	50.8%
					净负债比率	32.0%	31.2%	28.7%	25.3%
					流动比率	1.38	1.64	1.82	1.54
					速动比率	1.10	1.40	1.57	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.68	0.72	0.76
					应收账款周转率	18.81	19.65	18.54	18.35
					应付账款周转率	4.32	3.73	3.60	3.58
					每股指标(元)				
					每股收益	2.11	3.02	3.67	4.32
					每股经营现金	1.56	5.58	6.40	6.82
					每股净资产	11.63	15.46	18.22	21.43
					估值比率				
					P/E	21.6	15.0	12.4	10.5
					P/B	3.91	2.94	2.50	2.12
利润表 (百万元)									
	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	67010	90598	106851	123200					
营业成本	55067	70666	83344	97328					
营业税金及附加	249	337	397	458					
营业费用	277	375	442	510					
研发费用	2923	3952	4661	5374					
管理费用	908	1228	1448	1670					
财务费用	792	3038	3195	2159					
资产减值损失	-1579	-400	-400	-400					
公允价值变动收益	56	56	56	56					
投资净收益	2054	180	180	180					
营业利润	7325	10839	13200	15538					
营业外收入	156	71	35	35					
营业外支出	32	20	20	20					
利润总额	7449	10890	13215	15553					
所得税	376	747	909	1072					
净利润	7073	10143	12306	14481					
少数股东损益	254	365	443	521					
归属母公司净利润	6819	9778	11863	13960					
EBITDA	12079	19059	21559	22874					
EPS (元)	2.11	3.02	3.67	4.32					

分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，研究员，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6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指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6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指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现