



2023年11月20日

买入（维持）

报告原因：重大事项

证券分析师

周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn

证券分析师

王珏人 S0630523100001
wjw@longone.com.cn

数据日期	2023/11/17
收盘价	18.60
总股本(万股)	404,312
流通A股/B股(万股)	403,972/0
资产负债率(%)	50.90%
市净率(倍)	1.20
净资产收益率(加权)	15.39
12个月内最高/最低价	50.25/17.58



相关研究

《TCL中环（002129）：业绩韧性显现符合预期，龙头优势持续稳固——公司简评报告》2023.11.09

《TCL中环（002129）：产能释放下盈利上升，技术及保供优势明显——公司简评报告》2023.05.04

《技术及供应链铸就护城河，龙头优势显现——TCL中环（002129）公司简评报告》2023.04.13

TCL中环（002129）：行业竞争加剧，技术铸就护城河

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司参股上市公司Maxeon Solar Technologies, Ltd. 在德国曼海姆地方法院对爱旭股份及其子公司Aiko Energy Germany GmbH、Solarlab Aiko Europe GmbH及其分销商Memodo GmbH提起了专利侵权诉讼。争议主要围绕Maxeon专利号为No.EP2297788B1（BC电池）的专利与爱旭ABC电池专利技术展开。
- **行业竞争加剧，技术创新日趋重要。**近年行业产能大幅扩张，供过于求趋势下同质化产能竞争力减弱，行业整体盈利性下降，预计后续技术创新带来的降本增效成为竞争优势关键。公司技术创新引领行业，截至2023H1末，公司累计拥有有效授权知识产权 1,559 项。硅片方面，公司晶片劳动生产效率和出片数领先；组件方面，公司是国内首批进行PERC量化生产的公司，在硼掺杂、隧穿氧化层及铜制程工艺上取得进展。
- **XBC路线经济性提升，公司提前布局，有望获得先发优势。**XBC通过将金属电极置于电池背面，实现正面光无遮挡，同时便于整面钝化，转换效率潜力大。随着激光图形化、金属化降本等技术推进，XBC作为平台技术前景广阔，并在未来有望和TOPCon、HJT等结合。公司提前布局XBC技术，2019年开始参股全球IBC龙头公司Maxeon，目前作为第一大股东持股23.7%。Maxeon目前在30余个国家拥有1600多项专利及360多项在审专利，后续导入210工艺有望进一步降本增效。除马来西亚及墨西哥工厂技改及扩张外，其在美国的3.5GW电池及组件项目已规划。基于Maxeon的IBC技术、叠瓦组件的知识产权和技术创新优势，中环通过与其在技术、生产与渠道上协同发展，有望进一步提升技术优势及国际化水平。
- **投资建议：**公司作为硅片龙头，N型迭代下技术及供应链优势明显，同时产能逐步放量。预计公司2023-2025年实现营业收入631/863/992亿元，同比-5.82%/+36.80%/+14.86%，公司2023-2025年归母净利润为75/83/101亿元，同比+10.48%/+10.37%/+21.64%，对应当前P/E为10.01x/9.07x/7.46x，维持“买入”评级。
- **风险提示：（1）全球宏观经济波动风险；（2）行业内部竞争风险；（3）供应链保供风险；（4）上下游价格波动风险。**

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670.10	631.12	863.40	991.70
(+/-)(%)	63.02%	-5.82%	36.80%	14.86%
归母净利润	68.19	75.33	83.15	101.14
(+/-)(%)	69.21%	10.48%	10.37%	21.64%
EPS(元)	2.12	1.86	2.06	2.50
P/E	17.75	10.01	9.07	7.46

资料来源：携宁，东海证券研究所，2023年11月17日

附录：三大报表预测值

利润表

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670	631	863	992
%同比增速	63%	-6%	37%	15%
营业成本	551	489	702	808
毛利	119	142	162	184
%营业收入	18%	22%	19%	19%
税金及附加	2	3	4	4
%营业收入	0%	0%	1%	0%
销售费用	3	6	7	6
%营业收入	0%	1%	1%	1%
管理费用	9	10	15	15
%营业收入	1%	2%	2%	2%
研发费用	29	28	43	43
%营业收入	4%	5%	5%	4%
财务费用	8	8	10	9
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-15	-17	-10	-12
信用减值损失	-1	0	-1	0
其他收益	4	2	3	3
投资收益	18	13	18	19
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	-1	0	-1	-1
营业利润	73	84	93	114
%营业收入	11%	13%	11%	11%
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	74	84	94	114
%营业收入	11%	13%	11%	12%
所得税费用	4	5	6	8
净利润	71	79	88	106
%营业收入	11%	13%	10%	11%
归属于母公司的净利润	68	75	83	101
%同比增速	69%	10%	10%	22%
少数股东损益	3	4	4	5
EPS（元/股）	2.12	1.86	2.06	2.50

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.12	1.86	2.06	2.50
BVPS	11.63	11.29	13.29	15.77
PE	17.75	10.01	9.07	7.46
PEG	0.26	0.95	0.87	0.34
PB	3.24	1.65	1.40	1.18
EV/EBITDA	13.70	7.54	6.44	5.15
ROE	18%	17%	15%	16%
ROIC	7%	8%	8%	9%

资产负债表

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	102	176	267	368
交易性金融资产	45	27	22	27
应收账款及应收票据	39	47	73	75
存货	64	70	110	118
预付账款	29	27	38	44
其他流动资产	39	54	64	76
流动资产合计	318	400	574	710
长期股权投资	69	74	80	86
投资性房地产	7	6	6	5
固定资产合计	416	522	582	604
无形资产	37	44	51	58
商誉	2	14	14	14
递延所得税资产	2	1	1	1
其他非流动资产	240	226	206	205
资产总计	1,091	1,288	1,515	1,683
短期借款	7	1	-6	-12
应付票据及应付账款	166	160	234	267
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	4	5	6	7
应交税费	5	5	7	9
其他流动负债	49	68	77	80
流动负债合计	230	239	318	351
长期借款	319	419	469	489
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	8	11	11	11
其他非流动负债	63	64	76	86
负债合计	621	733	874	937
归属于母公司的所有者	376	456	537	638
权益				
少数股东权益	94	98	103	108
股东权益	471	555	640	746
负债及股东权益	1,091	1,288	1,515	1,683

现金流量表

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额				
投资	-52	14	-1	-11
资本性支出	-112	-161	-106	-94
其他	1	12	17	18
投资活动现金流净额	-163	-136	-90	-86
债权融资				
股权融资	5	3	-6	-5
支付股利及利息	-16	-15	-16	-18
其他	-24	-8	0	0
筹资活动现金流净额	107	99	34	1
现金净流量	-4	74	92	101

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年11月17日收盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089