

TCL 中环 (002129)

2022 年年报点评：硅片盈利坚挺，结构持续优化

买入（维持）

2023 年 03 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	67,010	92,042	107,849	132,216
同比	63%	37%	17%	23%
归属母公司净利润（百万元）	6,819	9,398	12,016	13,853
同比	69%	38%	28%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.11	2.91	3.72	4.28
P/E（现价&最新股本摊薄）	22.38	16.23	12.70	11.01

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司 2022 年年报显示 2022 年公司实现营收 670.10 亿元，同比 +63.02%，归母净利润 68.19 亿元，同比 +69.21%，其中 2022Q4 实现营收 171.65 亿元，同比 +42.86%，环比 -5.41%，归母净利润 18.18 亿元，同比 +44.06%，环比 -12.72%，业绩符合市场预期。
- **硅片盈利坚挺，出货结构持续优化。**公司 2022 年硅片出货约 68GW，同增约 31%，外销市占率第一，我们测算单瓦盈利约 0.1 元/W；其中 2022Q4 出货约 17GW，环比持平（受产业链价格大幅波动影响），我们测算单瓦盈利约 0.11 元/W，盈利坚挺。从 2023Q1 来看，1 月初公司率先上涨调价，后续行业排产提升+高纯石英砂紧缺支撑硅片价格持续坚挺，我们预计公司 2023Q1 出货环比提升，盈利能力保持坚挺。展望 2023 全年，产能扩张+供应链管理+结构优化，盈利有望持续增长：1) 预计 2023 年底产能达 180GW，规模优势进一步增强；2) 海外高纯砂锁量超 35%，坩埚供应具备保障；3) 预计全年 210 出货 70%+，N 型硅片占比 30-40%，结构优化夯实盈利能力。制造能力优异，出货持续优化。
- **组件持续发展，半导体乘势上行。**公司 2015 年成立环晟，2020 年入股 MAXN，差异化进军组件。目前环晟组件产能 12GW，2022 年销量约 6.6GW，同增约 59%；我们预计环晟 2023 年末形成 25-30GW 的组件产能，销量约 13-15GW，实现盈亏平衡，后续进一步增长。半导体业务伴随市场需求持续增长，2023 年收购鑫芯半导体，产销规模持续扩大，市占率将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 94/120 亿元，预计 2025 年归母净利润 139 亿元，同比增长 38%/29%/15%，对应 2023-2025 年 EPS 为 2.9/3.7/4.28 元。给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 58.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.18
一年最低/最高价	33.66/62.21
市净率(倍)	4.06
流通 A 股市值(百万元)	152,454.10
总市值(百万元)	152,570.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.63
资产负债率(% ,LF)	56.88
总股本(百万股)	3,233.79
流通 A 股(百万股)	3,231.33

相关研究

《TCL 中环(002129)：龙头无畏周期，潮退方显英雄》

2023-03-09

《TCL 中环(002129)：打造国家级半导体硅材料基地，双产业链优势凸显》

2015-05-26

TCL 中环三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31,830	52,916	63,938	78,872	营业总收入	67,010	92,042	107,849	132,216
货币资金及交易性金融资产	14,674	30,659	36,785	46,466	营业成本(含金融类)	55,067	73,839	84,594	105,757
经营性应收款项	7,885	12,975	15,834	19,271	税金及附加	249	322	356	397
存货	6,430	6,853	8,811	10,560	销售费用	277	368	410	463
合同资产	315	433	539	641	管理费用	908	1,233	1,348	1,587
其他流动资产	2,525	1,996	1,969	1,932	研发费用	2,923	3,958	4,530	5,289
非流动资产	77,304	85,555	93,420	98,427	财务费用	792	1,680	2,144	2,065
长期股权投资	6,911	8,411	10,052	11,623	加:其他收益	370	322	324	331
固定资产及使用权资产	46,149	53,252	57,884	59,786	投资净收益	1,752	920	561	688
在建工程	13,962	11,977	11,386	10,432	公允价值变动	56	0	0	0
无形资产	3,664	4,564	5,124	5,674	减值损失	-1,579	-305	-186	-245
商誉	215	215	215	215	资产处置收益	-67	-12	-22	-13
长期待摊费用	321	421	416	411	营业利润	7,325	11,567	15,145	17,420
其他非流动资产	6,084	6,716	8,343	10,287	营业外净收支	124	-17	-23	-25
资产总计	109,134	138,471	157,357	177,298	利润总额	7,449	11,550	15,122	17,395
流动负债	23,020	31,566	35,888	43,286	减:所得税	376	1,107	1,815	2,087
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,986	2,300	2,760	3,312	净利润	7,073	10,443	13,307	15,307
经营性应付款项	16,576	21,241	25,262	30,624	减:少数股东损益	254	1,044	1,291	1,454
合同负债	1,818	5,538	4,754	5,789	归属母公司净利润	6,819	9,398	12,016	13,853
其他流动负债	1,639	2,486	3,112	3,561	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.11	2.91	3.72	4.28
非流动负债	39,054	49,403	50,660	47,896	EBIT	6,432	12,321	16,612	18,725
长期借款	31,911	41,911	43,143	40,359	EBITDA	11,013	19,526	24,922	28,129
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.82	19.78	21.56	20.01
租赁负债	4,384	4,634	4,659	4,679	归母净利率(%)	10.18	10.21	11.14	10.48
其他非流动负债	2,759	2,857	2,857	2,857	收入增长率(%)	63.02	37.36	17.17	22.59
负债合计	62,074	80,969	86,548	91,181	归母净利润增长率(%)	69.21	37.83	27.85	15.29
归属母公司股东权益	37,618	47,016	59,032	72,885					
少数股东权益	9,442	10,486	11,777	13,231					
所有者权益合计	47,060	57,503	70,810	86,117					
负债和股东权益	109,134	138,471	157,357	177,298					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,057	23,009	22,207	27,768	每股净资产(元)	11.63	14.54	18.25	22.54
投资活动现金流	-16,292	-16,486	-15,847	-13,961	最新发行在外股份(百万股)	3,234	3,234	3,234	3,234
筹资活动现金流	10,654	7,461	-533	-4,426	ROIC(%)	8.16	11.56	12.84	12.88
现金净增加额	-382	13,984	5,826	9,382	ROE-摊薄(%)	18.13	19.99	20.36	19.01
折旧和摊销	4,582	7,205	8,311	9,404	资产负债率(%)	56.88	58.47	55.00	51.43
资本开支	-11,208	-13,204	-12,845	-10,838	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.38	16.23	12.70	11.01
营运资本变动	-7,468	2,327	-1,984	762	P/B(现价)	4.06	3.25	2.58	2.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

