

TCL 中环 (002129.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

单位盈利维持高位，领先优势有望放大

业绩简评

3月28日公司披露2022年年报，全年实现营收670亿元，同比+63%，实现归母净利润68.13亿元，同比+69%。其中Q4实现营收172亿元，同比+43%，实现归母净利润18.18亿元，同比+44%，环比-12.7%，业绩位于业绩预告中值，符合预期。

经营分析

出货量持续提升，市占率领先优势明显。2022年公司银川新增硅片产能投产爬坡，2022年末晶体产能达到140GW，全年公司硅片出货约68GW，同比增长约30%，硅片外销市占率全球第一；预计Q4出货约17.3GW，环比Q3略有增长，预计主要因11月下旬起产业链价格大幅波动、硅片行业下调开工影响出货。随着银川项目继续投产及技术能力提升，预计2023年末公司晶体产能将达到180GW，2023年硅片出货及市占率有望持续提升。

技术领先保障硅片盈利高位，充分减值降低经营风险。公司先进产能加速提升，持续推动技术创新，通过降低单位产品硅料消耗率、提高单炉月产、提升硅片A品率、增加硅片出片数等降低生产成本、提升盈利能力，测算Q4硅片生产端单位盈利超0.1元/W。12月行业硅料及硅片价格大幅调整，公司全年计提存货跌价准备16.9亿元，充分减值有望对Q1盈利形成较好支撑。

高纯内层砂/坩埚紧缺有望放大公司硅片领先优势。近期硅片价格逆势坚挺，我们预测或因高纯石英砂/高品质坩埚供应紧张。公司高纯内层砂/高品质坩埚供应保障行业领先，拉晶技术优势明显，有望在高纯内层砂/坩埚紧缺的背景下放大在非硅成本、硅片品质控制方面的优势，增强行业定价权及盈利能力。

“叠瓦+G12”差异化路线提升组件产品竞争力，助力海外市场拓展。2022年末公司高效叠瓦组件产能提升至12GW，基于Maxeon拥有的IBC、叠瓦等专利优势打造差异化组件产品，有望增强组件业务竞争力，加速海外业务拓展。

盈利预测、估值与评级

公司硅片技术多维领先，保障高纯石英砂供给铸就盈利护城河，业绩有望持续高增，上调2023-2024年净利润至100(+7.6%)、127(+10.2%)亿元，新增2025年净利润预测152亿元，对应EPS为3.10、3.92、4.71元，当前股价对应PE分别为15/12/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，行业需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

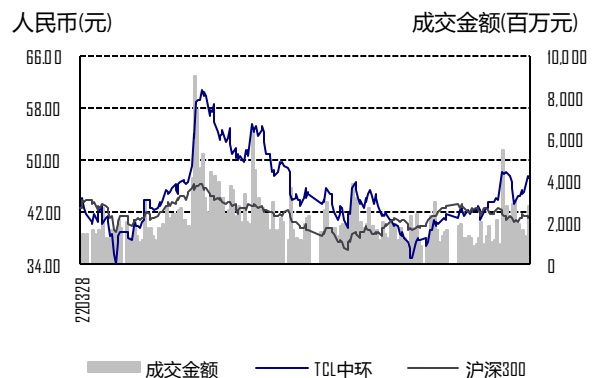
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.18元

相关报告：

- 《Q3硅片盈利超预期，工业4.0优势渐显-TCL中环22Q3业...》，2022.10.20
- 《Q3业绩预告超预期，料硅片盈利能力环比提升-TCL中环22Q...》，2022.9.30
- 《工业4.0打造核心竞争力 铸就盈利护城河-TCL中环首次覆盖...》，2022.9.9



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 41,105 | 67,010 | 90,492 | 99,784 | 115,704 |
| 营业收入增长率 | 115.70% | 63.02% | 35.04% | 10.27% | 15.96% |
| 归母净利润(百万元) | 4,030 | 6,819 | 10,016 | 12,672 | 15,221 |
| 归母净利润增长率 | 270.03% | 69.21% | 46.89% | 26.52% | 20.11% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.247 | 2.109 | 3.097 | 3.919 | 4.707 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.32 | 1.56 | 5.87 | 7.55 | 8.99 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 12.72% | 18.13% | 21.95% | 22.72% | 22.40% |
| P/E | 33.48 | 17.86 | 15.23 | 12.04 | 10.02 |
| P/B | 4.26 | 3.24 | 3.34 | 2.74 | 2.25 |

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 主营业务收入 | 19,057 | 41,105 | 67,010 | 90,492 | 99,784 | 115,704 | 货币资金 | 7,516 | 10,746 | 10,167 | 10,782 | 14,962 | 23,324 |
| 增长率 | | 115.7% | 63.0% | 35.0% | 10.3% | 16.0% | 应收款项 | 3,727 | 5,422 | 5,154 | 7,189 | 7,927 | 9,191 |
| 主营业务成本 | -15,464 | -32,190 | -55,067 | -70,808 | -75,970 | -87,999 | 存货 | 2,144 | 3,129 | 6,430 | 5,703 | 6,119 | 7,088 |
| %销售收入 | 81.1% | 78.3% | 82.2% | 78.2% | 76.1% | 76.1% | 其他流动资产 | 2,698 | 5,161 | 10,079 | 10,556 | 10,826 | 11,431 |
| 毛利 | 3,593 | 8,914 | 11,943 | 19,684 | 23,813 | 27,705 | 流动资产 | 16,085 | 24,459 | 31,830 | 34,230 | 39,834 | 51,034 |
| %销售收入 | 18.9% | 21.7% | 17.8% | 21.8% | 23.9% | 23.9% | %总资产 | 27.4% | 31.4% | 29.2% | 29.0% | 30.5% | 34.6% |
| 营业税金及附加 | -127 | -171 | -249 | -317 | -349 | -405 | 长期投资 | 3,949 | 5,891 | 9,198 | 9,965 | 10,819 | 11,767 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 33,252 | 38,726 | 55,585 | 60,871 | 66,716 | 71,121 |
| 销售费用 | -159 | -131 | -277 | -317 | -349 | -405 | %总资产 | 56.6% | 49.7% | 50.9% | 51.6% | 51.0% | 48.2% |
| %销售收入 | 0.8% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 无形资产 | 3,808 | 4,563 | 5,206 | 5,886 | 6,535 | 7,149 |
| 管理费用 | -644 | -992 | -908 | -1,176 | -1,287 | -1,481 | 非流动资产 | 42,635 | 53,521 | 77,304 | 83,721 | 90,853 | 96,617 |
| %销售收入 | 3.4% | 2.4% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | %总资产 | 72.6% | 68.6% | 70.8% | 71.0% | 69.5% | 65.4% |
| 研发费用 | -619 | -1,859 | -2,923 | -3,982 | -4,390 | -5,091 | 资产总计 | 58,720 | 77,979 | 109,134 | 117,951 | 130,687 | 147,651 |
| %销售收入 | 3.2% | 4.5% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 短期借款 | 7,611 | 7,975 | 2,986 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,045 | 5,762 | 7,586 | 13,892 | 17,437 | 20,323 | 应付款项 | 7,746 | 9,334 | 17,059 | 17,240 | 18,499 | 21,428 |
| %销售收入 | 10.7% | 14.0% | 11.3% | 15.4% | 17.5% | 17.6% | 其他流动负债 | 1,973 | 3,135 | 2,975 | 4,342 | 4,857 | 5,610 |
| 财务费用 | -1,029 | -840 | -792 | -2,279 | -2,136 | -1,954 | 流动负债 | 17,330 | 20,444 | 23,020 | 23,582 | 25,355 | 29,038 |
| %销售收入 | 5.4% | 2.0% | 1.2% | 2.5% | 2.1% | 1.7% | 长期贷款 | 9,226 | 12,633 | 31,911 | 31,911 | 31,911 | 31,911 |
| 资产减值损失 | -106 | -1,167 | -1,579 | -116 | -8 | -20 | 其他长期负债 | 4,083 | 3,233 | 7,143 | 5,903 | 5,042 | 4,425 |
| 公允价值变动收益 | 70 | 0 | 56 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 30,638 | 36,310 | 62,074 | 61,396 | 62,308 | 65,374 |
| 投资收益 | 303 | 1,168 | 1,752 | 978 | 362 | 175 | 普通股股东权益 | 19,207 | 31,672 | 37,618 | 45,630 | 55,768 | 67,944 |
| %税前利润 | 17.9% | 23.4% | 23.5% | 7.7% | 2.3% | 0.9% | 其中：股本 | 3,033 | 3,232 | 3,234 | 3,234 | 3,234 | 3,234 |
| 营业利润 | 1,631 | 5,006 | 7,325 | 12,725 | 15,904 | 18,774 | 未分配利润 | 3,632 | 7,254 | 13,246 | 21,258 | 31,396 | 43,572 |
| 营业利润率 | 8.6% | 12.2% | 10.9% | 14.1% | 15.9% | 16.2% | 少数股东权益 | 8,874 | 9,997 | 9,442 | 10,924 | 12,611 | 14,333 |
| 营业外收支 | 61 | -6 | 124 | 50 | 50 | 50 | 负债股东权益合计 | 58,720 | 77,979 | 109,134 | 117,951 | 130,687 | 147,651 |
| 税前利润 | 1,692 | 5,000 | 7,449 | 12,775 | 15,954 | 18,824 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 8.9% | 12.2% | 11.1% | 14.1% | 16.0% | 16.3% | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | -217 | -565 | -376 | -1,278 | -1,595 | -1,882 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 12.8% | 11.3% | 5.1% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | 0.359 | 1.247 | 2.109 | 3.097 | 3.919 | 4.707 |
| 净利润 | 1,476 | 4,435 | 7,073 | 11,498 | 14,359 | 16,942 | 每股净资产 | 6.333 | 9.800 | 11.633 | 14.110 | 17.245 | 21.011 |
| 少数股东损益 | 387 | 406 | 254 | 1,482 | 1,687 | 1,721 | 每股经营现金净流 | 0.943 | 1.325 | 1.564 | 5.867 | 7.545 | 8.993 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,089 | 4,030 | 6,819 | 10,016 | 12,672 | 15,221 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.619 | 0.784 | 0.941 |
| 净利率 | 5.7% | 9.8% | 10.2% | 11.1% | 12.7% | 13.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 5.67% | 12.72% | 18.13% | 21.95% | 22.72% | 22.40% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 1.85% | 5.17% | 6.25% | 8.49% | 9.70% | 10.31% |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 投入资本收益率 | 3.76% | 8.12% | 8.70% | 13.70% | 15.22% | 15.63% |
| 净利润 | 1,476 | 4,435 | 7,073 | 11,498 | 14,359 | 16,942 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 387 | 406 | 254 | 1,482 | 1,687 | 1,721 | 主营业务收入增长率 | 12.85% | 115.70% | 63.02% | 35.04% | 10.27% | 15.96% |
| 非现金支出 | 2,258 | 4,144 | 6,161 | 6,291 | 7,649 | 9,124 | EBIT增长率 | 2.38% | 181.85% | 31.65% | 83.13% | 25.52% | 16.55% |
| 非经营收益 | 823 | 70 | -709 | 1,495 | 2,041 | 2,175 | 净利润增长率 | 20.51% | 270.03% | 69.21% | 46.89% | 26.52% | 20.11% |
| 营运资金变动 | -1,697 | -4,367 | -7,468 | -310 | 351 | 840 | 总资产增长率 | 19.55% | 32.80% | 39.95% | 8.08% | 10.80% | 12.98% |
| 经营活动现金净流 | 2,859 | 4,282 | 5,057 | 18,974 | 24,400 | 29,082 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -3,607 | -5,982 | -11,208 | -11,799 | -13,920 | -13,920 | 应收账款周转天数 | 43.4 | 22.9 | 18.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 投资 | -2,996 | -1,795 | -5,169 | -768 | -853 | -948 | 存货周转天数 | 43.6 | 29.9 | 31.7 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 其他 | -823 | -49 | 85 | 978 | 362 | 175 | 应付账款周转天数 | 88.6 | 62.8 | 61.8 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| 投资活动现金净流 | -7,426 | -7,826 | -16,292 | -11,588 | -14,412 | -14,693 | 固定资产周转天数 | 484.1 | 263.0 | 226.7 | 193.2 | 193.0 | 177.2 |
| 股权募资 | 6,552 | 10,090 | 462 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 552 | 1,165 | 14,279 | -1,073 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | 38.98% | 20.71% | 42.97% | 32.93% | 21.12% | 7.39% |
| 其他 | -2,969 | -1,985 | -4,087 | -4,499 | -4,937 | -5,394 | EBIT利息保障倍数 | 2.0 | 6.9 | 9.6 | 6.1 | 8.2 | 10.4 |
| 筹资活动现金净流 | 4,135 | 9,270 | 10,654 | -5,572 | -4,937 | -5,394 | 资产负债率 | 52.18% | 46.56% | 56.88% | 52.05% | 47.68% | 44.28% |
| 现金净流量 | -526 | 5,700 | -382 | 1,814 | 5,051 | 8,995 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2022-09-09 | 买入 | 49.86 | 69.00~69.00 |
| 2 | 2022-09-30 | 买入 | 45.25 | N/A |
| 3 | 2022-10-20 | 买入 | 43.41 | N/A |

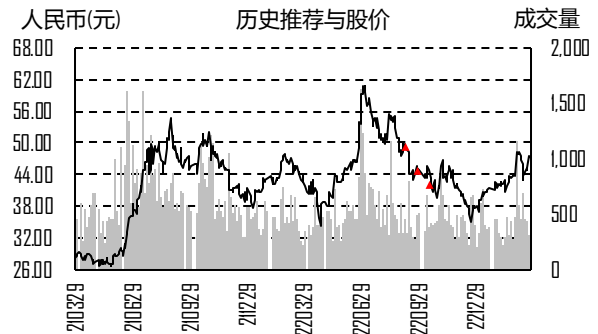
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街26号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 | 新闻大厦8层南侧 | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 |
| 紫竹国际大厦7楼 | | 嘉里建设广场T3-2402 |