

# TCL 中环 (002129)

## 2022 高增长, 2023 继续主攻 N 型大硅片

### ◆ 2022 业绩高增长, 行业高景气度叠加公司强 alpha

公司发布 2022 年度报告, 全年营收 670.10 亿元、同比+63.02%, 归母净利润 68.19 亿元, 同比+69.21%, 其中四季度营收 171.65 亿元、同比+42.9%, 归母净利润 18.18 亿元、同比+43.4%。主要增长得益于光伏行业高景气度、公司产能扩张、技术创新和产品升级等带来量价齐升。

### ◆ 2022 产能与销量扩张明显, 2023 石英保供与智造能力提高竞争力

据 CPIA 中国光伏协会数据, 全球乐观估计 2023 年的光伏装机量将达到 330GW, 经测算对应约 386GW 的组件、超过 500GW 单晶硅片和 130 万吨的硅料需求, 2022 年全国硅片产量约为 357GW、同比+57.5%, 2023 年预计全国硅片产量将达到 535.5GW。公司全年收入构成中, 硅片收入 509.01 亿元、占比 75.96%, 同比增长 60.08%。公司 2022 年末晶体产能达 140GW, 产销规模同比增长超 30%, 硅片外销市场占有率全球第一, 随着银川项目继续投产与技术能力提升, 预计 2023 年末晶体产能将达到 180GW, 保持全球单晶规模首位。工业 4.0 柔性制造赋能产品, 提升公司制造效率, 工艺技术水平。在硅料产能充足、下游需求预期上升的情况下, 石英坩埚成为光伏产业链“卡脖子”环节, 公司与石英坩埚供应商保持多年良好合作关系, 供应有所保障, 保供能力能够帮助公司保持产销量高增长、提高市场份额, 并维持高端 N 型硅片的竞争力。

### ◆ 2023N 型大硅片紧俏、石英保供提高竞争力, 半导体业务蓄势待发

据 CPIA 预测, N 型硅片的市占率将由 2022 年的 10% 以下, 上升至 2023 年的 25% 左右, 对应 2023 年全国硅片产量 535.5GW, N 型硅片产量将达到 130GW 以上, 同时 G12 硅片市占率 2023 年有望超过 25%。目前光伏行业高品质大尺寸 N 型硅片稀缺, 市场需求持续扩大, 公司 N 型产品全球市占率第一, G12 大硅片的产能占比达 70%。在硅片产品方面公司综合技术实力领先同行 24 个月以上, 在硅料价格下行周期, 公司的非硅成本和制造能力优势将进一步凸显。公司坚定布局 G12 尺寸大硅片, 为市场主要 G12 硅片供应商, 通过晶片环节的技术改善, 推动细线化、薄片化发展, 提升硅片良率及出片率。

控股子公司中环领先以增资 48.75 亿元收购鑫芯半导体 100% 股权, 受益于产业政策的支持、国内硅片企业技术水平的提升, 预计国内半导体硅片企业的销售额将继续提升, 公司的市场份额占比也将逐步提升。公司 2022 年底 6/8/12 英寸的月产能分别达到 90 万片/100 万片/32 万片。

### ◆ 投资建议与盈利预测:

公司在 N 型大硅片、薄片化方面处于行业领先地位, 随着下游 N 型电池产品出货量持续提升, 公司市占率有望进一步提高, 预计公司 2023~2025 年归母净利润 90.73/115.57/137.53 亿, 给与“买入”评级。

◆ 风险提示: 全球经济不景气, 新能源需求下行; 光伏产业内竞争格局恶化; 原材料价格大幅度波动; 新技术普及低于预期; 公司产能投放不及预期; 贸易保护主义致行业整体发展受阻。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	41104.69	67010.16	91518.04	109593.23	124684.62
增长率 (%)	115.70%	63.02%	36.57%	19.75%	13.77%
归母净利润 (百万元)	4029.62	6818.65	9073.00	11557.62	13753.43
增长率 (%)	270.03%	69.21%	33.06%	27.38%	19.00%
毛利率 (%)	21.69%	17.82%	19.61%	20.85%	21.27%
每股收益 (元)	1.25	2.11	2.81	3.57	4.25
市盈率 PE	37.99	22.45	16.87	13.25	11.13
市净率 PB	4.83	4.07	3.34	2.72	2.24
净资产收益率 ROE (%)	12.72%	18.13%	19.80%	20.55%	20.09%

资料来源: iFind, 中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023年03月29日

收盘价(元): 47.34

目标价(元):

### 公司基本数据

总股本(百万股)	3,233.79
总市值(百万)	153,087.59
流通股本(百万股)	3,231.33
流通市值(百万)	152,971.11
12月最高/最低价(元)	62.21/33.66
资产负债率(%)	56.88
每股净资产(元)	11.63
市盈率(TTM)	22.45
市净率(PB)	4.07
净资产收益率(%)	18.13

### 股价走势图



### 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

### 相关研究报告

【中航新能源】002129 TCL 中环-不破不立, 依托成本优势主动突破价格; 否极泰来, 引领 N 型与薄片技术-20221229 —2022-12-30  
Q3 保持高增长, 大尺寸、薄片、N 型硅片等未来新技术保持行业领先 —2022-10-27

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

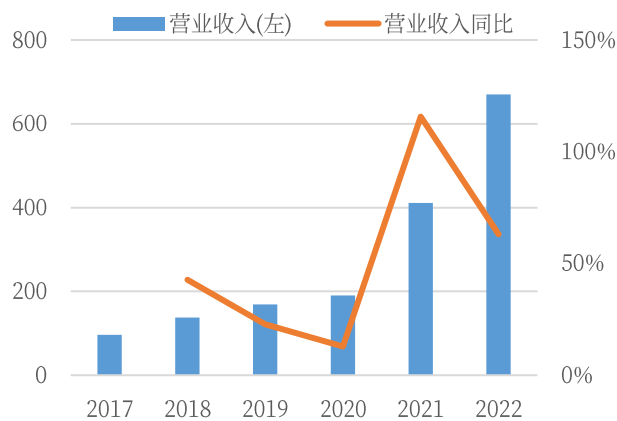
## 公司财务数据优异，光伏业务高增长、提供主要利润来源

2022年度公司实现营业收入670.10亿元、同比+63.02%，归母净利润68.19亿元，同比+69.21%，毛利率17.82%、净利率10.56%；其中Q4营收171.65亿元、同比+42.9%，归母净利润18.18亿元、同比+43.4%，毛利率17.53%、净利率9.23%。

分产品看，光伏行业营收623.61亿元、同比+62.20%，占总营收的93.06%，毛利率17.31%；半导体行业(即其他硅材料)营收32.65亿元、同比+53.57%、毛利率25.20%。在光伏营收结构中，硅片509.0亿元、毛利率18.95%、占总营收75.96%，光伏组件108.41亿元，光伏电站6.19亿元。

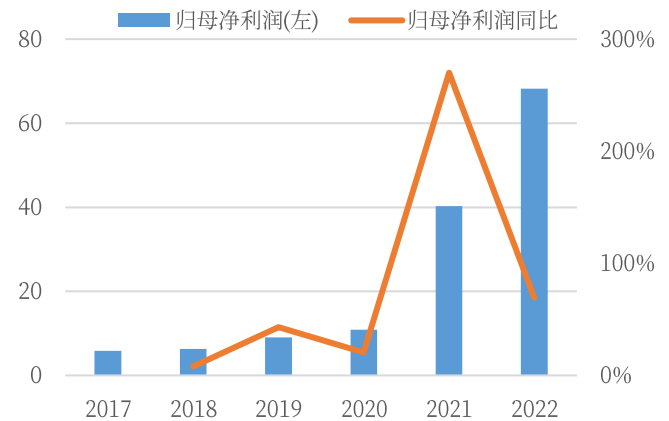
2022年光伏行业保持高景气度，公司持续产能扩张、推动技术创新，实现产品升级和降本增效，由此带来量价齐升、业绩高增长。在规模效应和技术创新的驱动下，公司的优势有望进一步巩固，未来持续提升G12大硅片的市场渗透率和N型产品销量。

**图1 2022年公司营收同比+63.02%(亿元)**



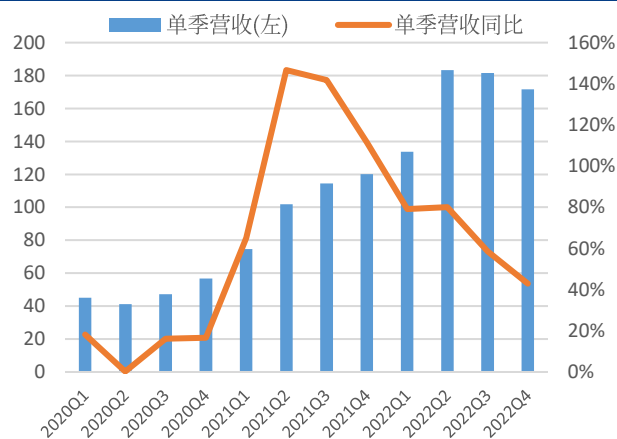
资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图2 2022年公司归母同比+69.21%(亿元)**



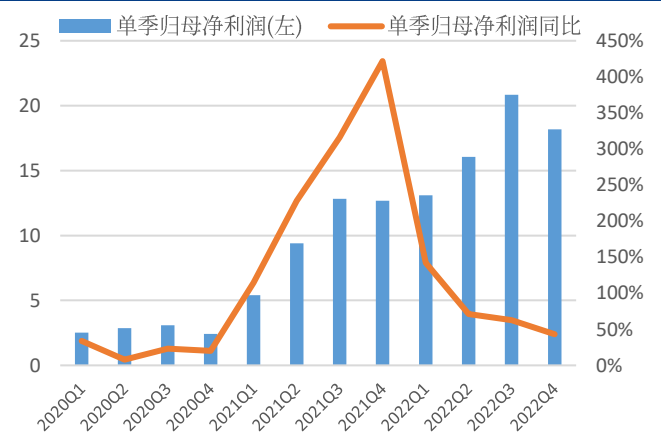
资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图3 2020-2022公司分季度收入情况(亿元)**

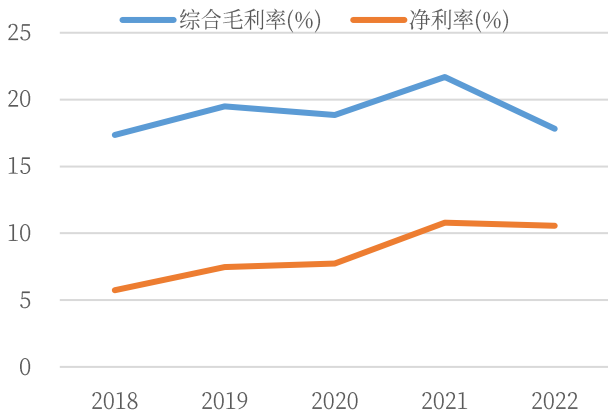


资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

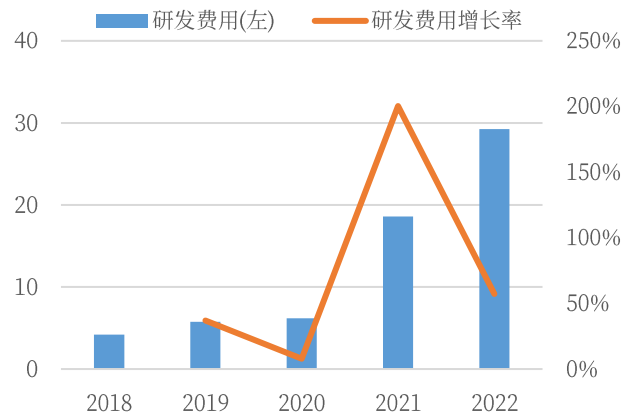
**图4 2020-2022公司分季度归母净利润情况(亿元)**



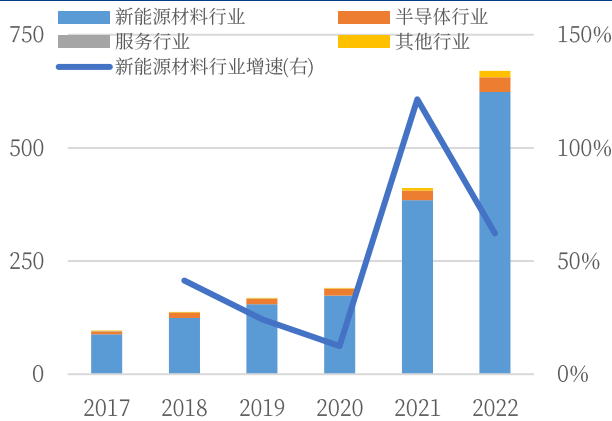
资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图5 公司毛利率净利率情况稳定**


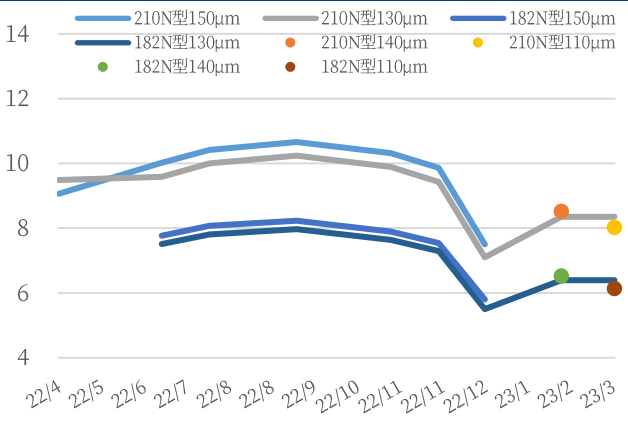
资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图6 公司研发费用持续增长(亿元)**


资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图7 新能源业务营收持续高增长(亿元，%)**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图8 公司硅片降价后回升(元/片)**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

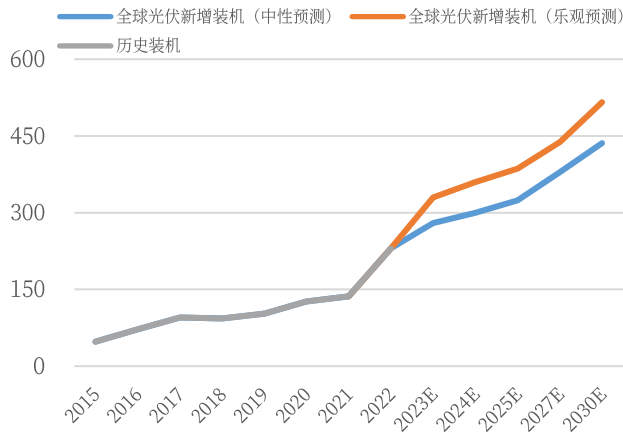
## 未来行业确定性高，制造能力、技术创新成就核心竞争力

高景气度的光伏产业，龙头优势更加明显。据 IEA PVPS 预计，2022 年全球光伏新增装机容量将达到 260GW、同比增长 49.86%。国内新增光伏并网容量 87.41GW、同比+59.3%，同期全国硅片产量约为 357GW、同比+57.5%。2023 年全球光伏市场上游原材料供应紧张的情况逐渐得到缓解，装机量持续向好，硅片呈现结构性紧张。据 CPIA 乐观/中性预测，2023 年国内新增装机容量将达到 120GW/95GW，2023 年全球装机容量将达到 330GW/280GW，考虑周转和库存数据测算，乐观预计全球组件和硅片需求量将分别达到约 386GW 和 511GW。公司 2022 年行业市占率约为 20%，2023 年在石英砂与坩埚供应链保供的前提下，有望进一步巩固优势地位。

未来大尺寸硅片和 N 型硅片的技术路线确定性高，据此二者得未来。据 CPIA 预测，N 型硅片的市占率会由 2022 年的 10% 以下上升至 2023 年的 25% 左右、G12 硅片 2023 年市占率超过 25%。2023 年国内硅片产量将达到 535.5GW，经测算其中 N 型硅片产量为 130GW 以上，G12 硅片产量约为 159GW。目前高品质大尺寸 N 型硅片稀缺，而公司 N 型产品全球外销市占率第一，同时在超薄片领域率先推广 110μm 产品，若下游 HJT 技术快速增长阶段亦有望抢夺先机。

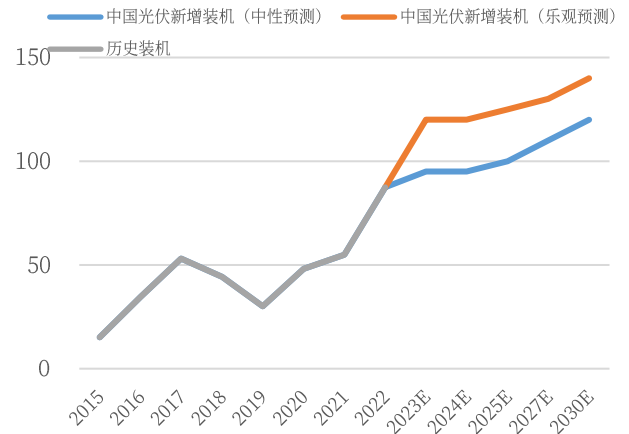
保供能力与成本控制能力优异，未来优势有望巩固。在硅料产能充足、下游需求预期上升的情况下，石英砂与石英坩埚已成为光伏产业链“卡脖子”环节。公司与石英坩埚供应商保持多年良好合作关系，保供能力能够帮助公司保持产销量高增长、提高市场份额。同时，公司的硅片制造能力领先，在硅料价格下行周期内，将进一步巩固硅片环节中的定义权、定标权、定价权。

图9 全球光伏新增装机预测(GW)



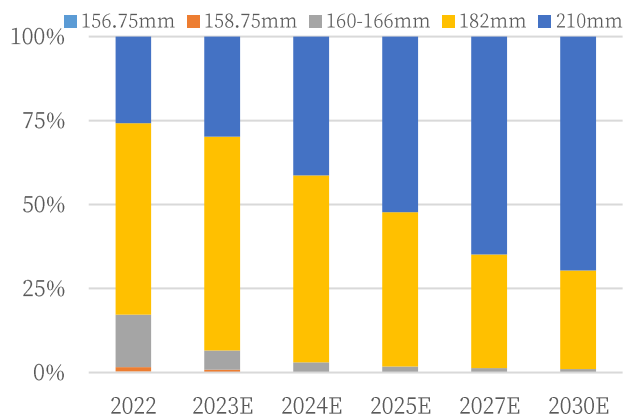
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图10 中国光伏新增装机预测(GW)



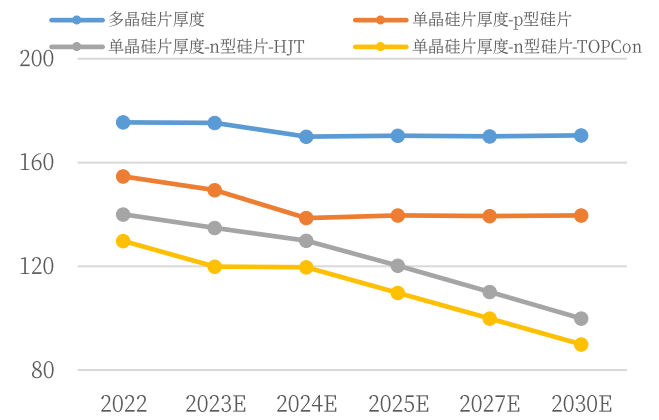
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图11 硅片加速向大尺寸方向发展



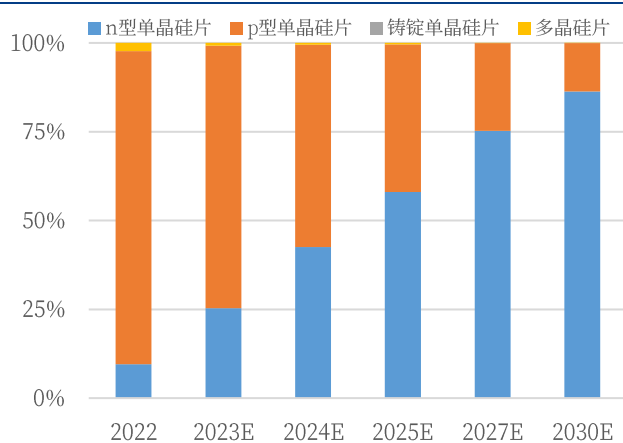
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图12 N型硅片薄片趋势明显(μm)



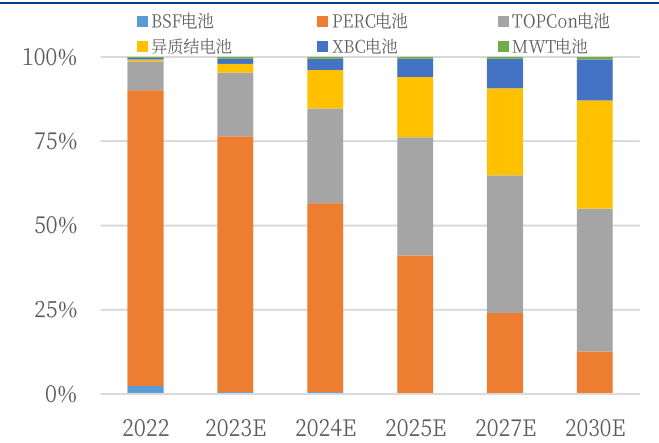
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图13 N型硅片市占率快速提升

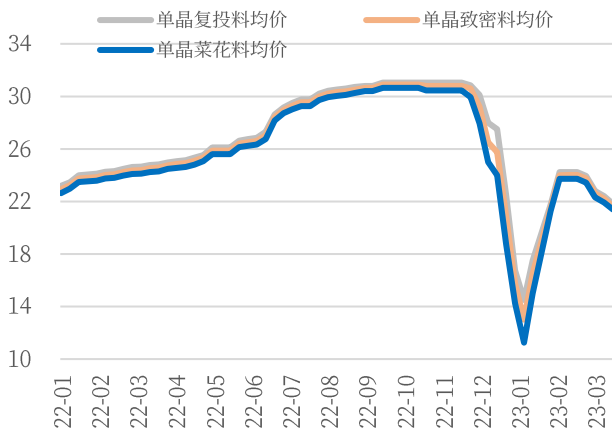


资料来源: CPIA, 中航证券研究所

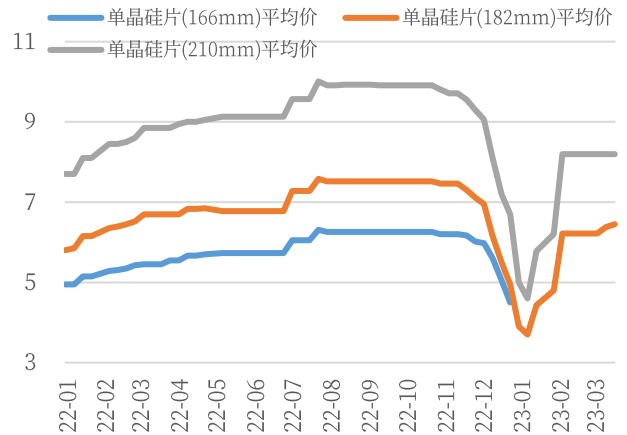
图14 N型电池市场占比持续提高



资料来源: CPIA, 中航证券研究所

**图15 硅料价格反弹后呈下降趋势(万元/吨)**


资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所

**图16 硅片价格近期小幅上涨(元/片)**


资料来源：PVInfoLink，中航证券研究所

## 公司收入结构预测

**表1 公司分业务拆分(百万元)**

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
光伏硅片	营收	31,796.9	50,900.5	65,488.5	77,723.5	83,493.2
	成本	24,570.9	41,253.4	51,587.9	60,276.6	64,244.1
	毛利润	7,226.0	9,647.2	13,900.6	17,446.9	19,249.1
	毛利率	22.73%	18.95%	21.23%	22.45%	23.05%
光伏组件	营收	6,118.5	10,841.8	18,810.0	22,843.50	29,100.0
	成本	5,307.5	10,043.6	16,720.0	19,897.44	25,086.2
	毛利润	811.0	798.3	2,090.0	2,946.06	4,013.8
	毛利率	13.26%	7.36%	11.11%	12.90%	13.79%
其他硅材料	营收	2,034.1	3,264.9	4,889.8	5,720.0	7,302.1
	成本	1,541.8	2,442.1	3,711.4	4,332.9	5,527.7
	毛利润	492.3	822.9	1,178.4	1,387.1	1,774.4
	毛利率	24.20%	25.20%	24.10%	24.25%	24.30%
电力	营收	532.5	618.9	677.4	745.2	819.7
	成本	256.2	271.1	294.5	323.2	356.0
	毛利润	276.3	347.8	382.9	422.0	463.7
	毛利率	51.89%	56.20%	56.52%	56.63%	56.57%
其他	营收	530.7	1,383.9	1,652.3	2,561.1	3,969.7
	成本	414.4	1,056.9	1,253.3	1,917.6	2,953.1
	毛利润	116.3	327.1	399.0	643.5	1,016.6
	毛利率	21.92%	23.63%	24.15%	25.13%	25.61%
合计	营收	41,012.8	67,010.2	91,518.05	109,593.2	124,684.6
	成本	32,090.8	55,067.0	73,567.1	86,747.7	98,167.0
	毛利润	8,922.0	11,943.2	17,951.0	22,845.5	26,517.6
	毛利率	21.75%	17.82%	19.61%	20.85%	21.27%

资料来源：公司公告，iFind，中航证券研究所测算



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637