

## 技术持续领先，硅片龙头优势有望扩大

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营收 670.1 亿元, 同比增长 63.0%; 实现归母净利润 68.2 亿元, 同比增长 69.2%; 扣非净利润 64.8 亿元, 同比增长 67.0%。业绩接近前期预告中枢, 符合预期。
- **产销持续提升, 盈利维持稳定。** 2022 年公司持续推进产能扩张: 拉晶端, 随着宁夏六期 50GW 项目投产, 至 2022 年末公司单晶总产能提升至 140GW; 切片端, 2022 年新增天津 DW 三期 25GW 项目、宜兴 DW 四期 30GW 项目, 进一步推动公司 210 先进硅片产能提升, 巩固龙头优势。随着光伏装机需求、公司产能提升, 以及硅料/硅片价格上涨, 2022 年公司硅片销量约 68GW, 同比增长约 30%; 光伏硅片营收 509 亿元, 同比增长约 60%。22Q4 受产业链价格和开工率波动, 单季度出货约 17GW, 环比基本持平。2022 年公司计提各类减值损失约 15.8 亿元, 投资收益 17.5 亿元 (主要为参股新疆协鑫)。全年毛利率为 17.8%, 同比下降约 3.9pp; 净利率 10.6%, 与 2021 年基本持平。
- **差异化电池组件技术持续推进, 提升公司整体全球化竞争优势。** 2022 年公司叠瓦组件产能达到 12GW, 销量 6.6GW, 同比增长约 58.6%, 组件毛利率约 7.4%。在“叠瓦+G12”双平台差异化技术路线的坚持下, 公司亦实现 3.0 产品的全面迭代, 推动 BOS 成本进一步降低。22 年公司计划以自有资金 2 亿美元认购参股上市公司 Maxeon 五年期可转债, 主要用于 Maxeon 7 产品的研发制造, 助力 Maxeon 全球市场增长, 为公司制造全球化奠定基础。
- **2023 年高纯石英砂供给趋紧, 龙头优势显著, 阿尔法属性凸显。** 2023 年进口高纯石英砂供给紧张, 石英坩埚品质为各硅片厂成本与硅片品质关键, 尤其是在 N 型硅片需求逐渐释放的行业趋势下。因此, 我们认为在硅料价格下行的趋势下, 硅片价格的降幅或低于预期, 品质与成本差距将逐步扩大。公司作为全球光伏硅片龙头, 海外石英砂供给保障能力强, 有效保障全年大尺寸高品质硅片产出; 叠加多年来“工业 4.0”体系下, 硅片生产成本、单位出片数等方面的全面领先, 全年硅片盈利领先优势有望进一步扩大, 阿尔法属性有望持续凸显。根据规划, 至 2023 年末公司晶体产能将达到 180GW, 银川 DW 五期投产将继续巩固公司在硅片领域的领先地位。
- **盈利预测与投资建议:** 公司为大尺寸硅片行业龙头, 2023 年优质石英坩埚紧缺背景下, 公司保供能力强, 硅片品质与盈利能力有望持续领先行业。我们预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 24.8%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险; 石英砂供给短缺的风险; 政策变化的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	67010.16	94441.06	108718.21	123820.26
增长率	63.02%	40.94%	15.12%	13.89%
归属母公司净利润 (百万元)	6818.65	10196.75	12738.20	13254.69
增长率	69.21%	49.54%	24.92%	4.05%
每股收益 EPS (元)	2.11	3.15	3.94	4.10
净资产收益率 ROE	15.03%	18.69%	9.41%	17.34%
PE	22	15	12	12
PB	4.07	3.30	2.68	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	32.34
流通 A 股(亿股)	32.31
52 周内股价区间(元)	34.21-60.89
总市值(亿元)	1,530.88
总资产(亿元)	779.79
每股净资产(元)	9.80

### 相关研究

1. TCL 中环 (002129): 硅片盈利环比提升, 工业 4.0 核心竞争力显著 (2022-10-24)
2. TCL 中环 (002129): 业绩延续高增, 硅片竞争力保持领先 (2022-08-26)
3. 中环股份 (002129): 业绩环比连续增长, 进入高增长阶段 (2022-05-04)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2023~2025 年公司硅片产能持续扩张，销量分别为 130GW、180GW、220GW，硅片业务毛利率分别为 22%、20%、18%。

假设 2：2023~2025 年公司组件销量分别为 8GW、10GW、15GW，组件业务毛利率分别为 12%、12%、10%；

假设 3：2023~2025 年公司半导体硅片销量分别为 750/800/1000 百万平方英寸，毛利率逐步提升；

假设 4：其他业务保持平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏硅片	收入	50900.5	78000.0	90000.0	99000.0
	增速	60.1%	53.2%	15.4%	10.0%
	毛利率	19.0%	22.0%	20.0%	18.0%
光伏组件	收入	10841.8	11327.4	12831.9	17256.6
	增速	77.2%	4.5%	13.3%	34.5%
	毛利率	7.4%	12.0%	12.0%	10.0%
其他硅材料	收入	3264.9	3375.0	4000.0	5500.0
	增速		3.4%	18.5%	37.5%
	毛利率	25.2%	25.0%	26.0%	28.0%
光伏电站	收入	618.9	738.6	886.4	1063.6
	增速	16.2%	19.3%	20.0%	20.0%
	毛利率	56.2%	55.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	1383.9	1000.0	1000.0	1000.0
	增速	160.8%	-27.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	23.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	67010.2	94441.1	108718.2	123820.3
	增速	63.0%	40.9%	15.1%	13.9%
	毛利率	17.8%	21.1%	19.6%	17.7%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67010.16	94441.06	108718.21	123820.26	净利润	7073.04	10496.75	13038.20	13554.69
营业成本	55066.99	74471.77	87450.89	101949.60	折旧与摊销	4386.35	3319.80	3665.30	3753.40
营业税金及附加	248.94	411.34	446.67	510.79	财务费用	791.92	2120.75	2020.14	1942.67
销售费用	277.20	566.65	489.23	557.19	资产减值损失	-1519.24	-1200.00	-800.00	-800.00
管理费用	908.14	7083.08	5979.50	5571.91	经营营运资本变动	1756.50	-512.37	-212.17	685.25
财务费用	791.92	2120.75	2020.14	1942.67	其他	-7431.73	-213.43	-495.15	1101.99
资产减值损失	-1519.24	-1200.00	-800.00	-800.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5056.84</b>	<b>14011.49</b>	<b>17216.32</b>	<b>20237.99</b>
投资收益	1751.50	1100.00	600.00	200.00	资本支出	-17240.14	-800.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	55.95	37.30	43.51	41.44	其他	948.36	1137.30	643.51	241.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-16291.78</b>	<b>337.30</b>	<b>143.51</b>	<b>-258.56</b>
<b>营业利润</b>	<b>7325.42</b>	<b>12124.77</b>	<b>13775.28</b>	<b>14329.54</b>	短期借款	-741.88	-650.65	0.00	0.00
其他非经营损益	123.91	80.75	95.14	90.34	长期借款	19277.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>7449.33</b>	<b>12205.52</b>	<b>13870.42</b>	<b>14419.88</b>	股权融资	-128.35	0.00	0.00	0.00
所得税	376.29	1708.77	832.23	865.19	支付股利	-355.49	-1363.73	-2039.35	-2547.64
净利润	7073.04	10496.75	13038.20	13554.69	其他	-7397.86	-4480.67	-2020.14	-1942.67
少数股东损益	254.39	300.00	300.00	300.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>10654.29</b>	<b>-6495.05</b>	<b>-4059.49</b>	<b>-4490.31</b>
归属母公司股东净利润	6818.65	10196.75	12738.20	13254.69	<b>现金流量净额</b>	<b>-382.02</b>	<b>7853.74</b>	<b>13300.33</b>	<b>15489.12</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10166.56	18020.30	31320.64	46809.76	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6970.33	11294.88	12523.06	14397.76	销售收入增长率	63.02%	40.94%	15.12%	13.89%
存货	6430.34	9641.69	12154.54	13730.04	营业利润增长率	46.34%	65.52%	13.61%	4.02%
其他流动资产	8262.30	7850.28	8355.57	8890.06	净利润增长率	59.48%	48.41%	24.21%	3.96%
长期股权投资	6910.51	6910.51	6910.51	6910.51	EBITDA 增长率	43.93%	40.48%	10.79%	2.90%
投资性房地产	709.22	709.22	709.22	709.22	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	55560.72	53527.13	50848.04	48080.85	毛利率	17.82%	21.14%	19.56%	17.66%
无形资产和开发支出	4885.25	4431.11	3976.98	3522.84	三费率	2.95%	10.35%	7.81%	6.52%
其他非流动资产	9238.54	9206.47	9174.40	9142.33	净利率	10.56%	11.11%	11.99%	10.95%
<b>资产总计</b>	<b>109133.77</b>	<b>121591.60</b>	<b>135972.95</b>	<b>152193.38</b>	ROE	15.03%	18.69%	19.41%	17.34%
短期借款	650.65	0.00	0.00	0.00	ROA	6.48%	8.63%	9.59%	8.91%
应付和预收款项	17487.95	25385.20	28596.25	33618.08	ROIC	15.19%	21.13%	25.57%	27.23%
长期借款	31911.17	31911.17	31911.17	31911.17	EBITDA/销售收入	18.66%	18.60%	17.90%	16.17%
其他负债	12024.16	8126.52	8297.98	8489.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>62073.93</b>	<b>65422.89</b>	<b>68805.40</b>	<b>74018.77</b>	总资产周转率	0.72	0.82	0.84	0.86
股本	3233.79	3233.79	3233.79	3233.79	固定资产周转率	1.88	2.05	2.16	2.53
资本公积	21003.72	21003.72	21003.72	21003.72	应收账款周转率	17.88	16.41	14.17	14.57
留存收益	14076.90	22909.92	33608.77	44315.82	存货周转率	9.96	8.27	7.77	7.74
归属母公司股东权益	37617.70	46426.56	57125.41	67832.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	37.31%	—	—	—
少数股东权益	9442.14	9742.14	10042.14	10342.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>47059.84</b>	<b>56168.70</b>	<b>67167.55</b>	<b>78174.60</b>	资产负债率	56.88%	53.81%	50.60%	48.63%
负债和股东权益合计	109133.77	121591.60	135972.95	152193.38	带息债务/总负债	52.46%	48.78%	46.38%	43.11%
					流动比率	1.38	1.78	2.16	2.40
					速动比率	1.10	1.41	1.75	2.00
					股利支付率	5.21%	13.37%	16.01%	19.22%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.11	3.15	3.94	4.10
					每股净资产	11.63	14.36	17.67	20.98
					每股经营现金	1.56	4.33	5.32	6.26
					每股股利	0.11	0.42	0.63	0.79
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	12503.69	17565.32	19460.73	20025.60					
PE	22.45	15.01	12.02	11.55					
PB	4.07	3.30	2.68	2.26					
PS	2.28	1.62	1.41	1.24					
EV/EBITDA	12.98	8.62	7.10	6.12					
股息率	0.23%	0.89%	1.33%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn