

# 面板周期底部回升，光伏业绩保持高增速

## TCL 科技(000100)

评级:	买入	股票代码:	000100
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.04/3.59
目标价格:		总市值(亿)	753.04
最新收盘价:	4.00	自由流通市值(亿)	602.18
		自由流通股数(百万)	15,016.84

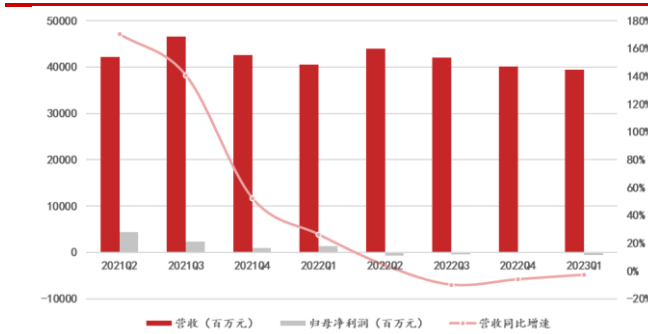
### 事件:

公司发布 2023 年一季报，2023Q1 实现营业收入 394.66 亿元，同比减少 2.79%；净利润 1.11 亿元，同比减少 95.25%；归母净利润-5.49 亿元，同比减少 140.59%。

### 1、2023 一季度末面板价格开始明显上涨，单季度整体毛利率环比持续改善，盈利能力逐渐恢复

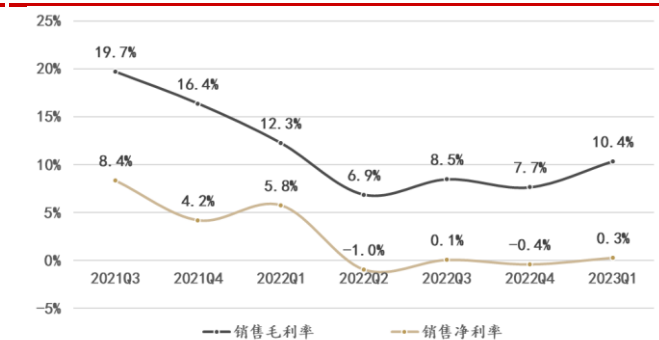
2023Q1 实现营业收入 394.66 亿元，同比减少 2.79%；净利润 1.11 亿元，同比减少 95.25%；归母净利润-5.49 亿元，同比减少 140.59%。毛利率 10.36%，同比降低 1.90pct，环比改善提升 2.71pct。

图 1 公司分季度营收和归母净利润情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 公司分季度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

营收及归母净利润下滑主要原因系：(1) 半导体显示业务处于周期底部，业绩同比大幅下降，但环比企稳，面板价格 Q1 末开始明显上涨，公司盈利能力逐渐改善，环比毛利率持续改善；(2) 投资收益环比大幅减少，主要系项目退出及收益确认的时间影响；(3) 新能源光伏和半导体材料领域收入和业绩均实现高速增长。

### 2、面板行业周期底部，价格逐渐企稳回升，23Q1 环比营收持续改善

2023Q1 公司实现销售面积 1132.3 万平方米，同比增长 0.7%，营业收入 151.2 亿元，同比减少 25%，环比增加 11% (2022Q4 营收 136.2 亿元)。

面板行业价格逐步企稳回升，一季度末开始明显涨价：根据 Witsview 数据，面板价格自去年 10 月下旬开始持续回升，且尺寸越大，价格回升越明显：截至 23 年 4 月下旬，32/43/55/65 吋面板均价分别为 31/55/95/133 美元/片，与前月环比分别上涨 3.3%、5.8%、8.0%和 10.8%。

我们认为，目前面板行业市场价格仍在持续回升，其主要动力来自于大尺寸面板供需的持续改善，考虑面板年度内季节性波动，Q1 作为行业淡季，伴随后续行业需求逐渐抬升，整体价格有望保持持续增长态势，公司作为大尺寸优势领域厂商，有望在此次周期底部回暖过程中率先受益。

### 3、光伏业绩提速

2023Q1 光伏行业上游原材料供应逐渐改善，公司大尺寸硅片供不应求，推动光伏业绩保持高增速。2023Q1 实现营收 176.2 亿元，同比增长 31.8%，实现净利润 24.6 亿元，同比增长 69.2%。

TCL 中环依托 G12 与叠瓦双技术平台持续提升产能与成本效益控制。报告期内公司单晶总产能达 150GW，光伏硅片及 N 型硅片外销市占率全球第一。同时公司规划投建 25GW N 型 TOPCON 电池智慧工厂，增强业务竞争力。

### 4、期间费用率保持稳定，公司经营情况稳定

2023Q1 整体费用率 17.1%，同比增加 1.09pct，主要系研发费用率 8.45%，同比增加 0.99pct，仍维持在较高水平。此外，销售/管理/财务费用率分别为 7.33%/1.41%/-0.09%，基本保持稳定。

2023Q1 营业周期 212.76 天，与 2022 年同期略有下降（215.88 天），整体营运能力稳定。

### 5、投资建议：

我们认为，伴随面板产业由满产满销改为以销定产策略，以及 2023 年补货周期，供需结构正在逐步恢复改善。2023Q1 面板行业周期底部持续恢复，光伏行业加速增长，维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 1990.3/2403.8/2900.3 亿元，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.35/0.42/0.52 元，对应 2023 年 4 月 28 日 4.00 元/股收盘价 PE 分别为 11.3/9.5/7.7 倍，持续看好 LCD 显示行业长期竞争格局改善和产业链战略价值的提升，维持公司“买入”评级。

### 6、风险提示：

面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；面板价格涨跌与公司整体收入和盈利情况高度相关，面板价格波动过大，导致公司业绩不及预期；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；TCL 中环业绩波动对公司业绩影响；系统性风险带来中环股份股价大幅下降。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	163,808	166,632	199,032	240,377	290,034
YoY (%)	113.2%	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%
归母净利润(百万元)	10,064	261	6,036	7,213	8,918
YoY (%)	129.4%	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%
毛利率 (%)	19.9%	8.8%	10.3%	10.8%	11.1%
每股收益 (元)	0.75	0.02	0.35	0.42	0.52
ROE	23.4%	0.5%	10.6%	11.3%	12.2%
市盈率	5.36	209.42	11.31	9.47	7.66

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

分析师：刘奕司

邮箱：liuys1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521070001

联系电话：

华西通信&电子联合覆盖

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	166,632	199,032	240,377	290,034	净利润	1,788	13,672	18,909	24,619
YoY (%)	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%	折旧和摊销	22,699	39,749	43,884	48,044
营业成本	151,949	178,563	214,495	257,701	营运资金变动	-7,677	-277	8,187	266
营业税金及附加	640	775	935	1,126	经营活动现金流	18,426	47,740	64,549	64,978
销售费用	1,951	2,368	2,909	3,799	资本开支	-40,677	-62,901	-61,820	-61,460
管理费用	3,541	4,976	5,784	6,934	投资	-6,218	-3,805	-3,431	-3,672
财务费用	3,423	0	0	0	投资活动现金流	-46,836	-60,894	-58,511	-56,869
研发费用	8,634	10,350	12,500	15,372	股权募资	17,981	0	0	0
资产减值损失	-3,487	-396	-272	-255	债务募资	28,898	-537	-464	-265
投资收益	4,731	5,812	6,740	8,262	筹资活动现金流	31,401	-537	-464	-265
营业利润	419	10,657	14,017	17,794	现金净流量	3,594	-13,691	5,573	7,843
营业外收支	638	50	50	50					
利润总额	1,057	10,707	14,067	17,844	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	-731	-2,964	-4,842	-6,775	<b>成长能力</b>				
净利润	1,788	13,672	18,909	24,619	营业收入增长率	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%
归属于母公司净利润	261	6,036	7,213	8,918	净利润增长率	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%
YoY (%)	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.02	0.35	0.42	0.52	毛利率	8.8%	10.3%	10.8%	11.1%
					净利率	0.2%	3.0%	3.0%	3.1%
					总资产收益率 ROA	0.1%	1.6%	1.7%	1.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	0.5%	10.6%	11.3%	12.2%
货币资金	35,379	21,688	27,261	35,105	<b>偿债能力</b>				
预付款项	3,594	3,768	4,583	5,582	流动比率	1.09	0.95	0.94	1.01
存货	18,001	17,775	25,059	26,953	速动比率	<b>0.78</b>	<b>0.69</b>	<b>0.62</b>	<b>0.72</b>
其他流动资产	38,520	54,731	49,417	68,633	现金比率	0.40	0.21	0.24	0.26
流动资产合计	95,493	97,961	106,320	136,272	资产负债率	63.3%	62.5%	60.6%	59.3%
长期股权投资	29,256	32,737	35,949	39,317	<b>经营效率</b>				
固定资产	132,478	139,540	140,276	136,334	总资产周转率	0.50	0.53	0.60	0.66
无形资产	16,784	20,222	23,530	26,797	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	264,503	291,052	312,110	328,887	每股收益	0.02	0.35	0.42	0.52
资产合计	359,996	389,013	418,431	465,158	每股净资产	2.97	3.32	3.74	4.27
短期借款	10,216	9,679	9,215	8,950	每股经营现金流	1.08	2.80	3.78	3.81
应付账款及票据	32,748	40,316	45,247	58,353	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	44,577	52,891	58,932	68,200	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	87,541	102,886	113,395	135,503	PE	209.42	11.31	9.47	7.66
长期借款	118,603	118,603	118,603	118,603	PB	1.25	1.34	1.19	1.05
其他长期负债	21,714	21,714	21,714	21,714					
非流动负债合计	140,317	140,317	140,317	140,317					
负债合计	227,857	243,203	253,712	275,820					
股本	17,072	17,072	17,072	17,072					
少数股东权益	81,460	89,096	100,792	116,493					
股东权益合计	132,139	145,810	164,719	189,338					
负债和股东权益合计	359,996	389,013	418,431	465,158					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。