

2023年04月28日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

TCL中环（002129）：产能释放下盈利上升，技术及保供优势明显

——公司简评报告

证券分析师

周啸宇 S0630519030001

zhouxiaoy@longone.com.cn

联系人

王珏人

wjr@longone.com.cn

总股本(万股)	323,379
流通A股/B股(万股)	323,133/0
资产负债率(%)	55.41%
市净率(倍)	3.37
净资产收益率(加权)	5.82
12个月内最高/最低价	62.21/33.70



相关研究

《技术及供应链铸就护城河，龙头优势显现 ——TCL中环（002129）公司简评报告》 2023.04.13

投资要点

- **事件：公司营收持续增长，盈利能力持续提升。**2023年Q1公司实现营业收入176.19亿元，同增31.80%；净利润24.64亿元，同增69.15%；归母净利润22.53亿元，同增71.90%。2023年Q1公司毛利率23.01%，环增5.48 pct；净利率13.99%，环增4.76 pct。硅片单位盈利水平有望继续提升，受限于1-2月产业链博弈调整，Q1平均单瓦毛利0.14元，3月份平均单瓦毛利0.18-0.2元。
- **产能不断提升，爬坡出货速度加快。硅片：**2023年Q1实现收入141亿元，同增35%。Q1未产能提升至150GW，银川项目完成以后，2023年末预计产能将超过180GW。2022年Q4出货量为20GW，Q1达到25GW，其中3月出货量10GW以上，预期Q2产量达到35GW，Q3达到38-40GW。**电池组件：**2023年Q1产能达到13GW，实现出货1.4GW，收入22.2亿元，同比增长23%。
- **技术：核心技术优势和工业4.0制造能力下优势明显。**2023年Q1作为研发结项窗口期，研发费用10.18亿元，占总营收比重5.78%。**硅片：**技术引领下成本优势明显，通过细线化、薄片化工艺改善，硅片A品率大幅提升，同硅片厚度下公斤出片数显著领先行业水平。4.0及智能制造升级下，一季度公司实现全规格产品供应500余种，顺应电池组件差异化趋势，引领行业制造方式变革。**半导体材料：**今年将进行高强度研发，这部分研发费用率预计接近10%。**电池组件：**近期公布的广州项目将采用TOPCon电池技术，N型研发持续投入。
- **供应链：通过长单机制及战略合作，高纯石英砂及坩埚提前保供。**公司在硅料、金刚线、设备等方面均有战略布局。针对石英坩埚，公司提前预判石英砂供应紧张问题，进行锁量及锁价，保供内层砂及中层砂，从成本端较二三线企业构建优势。另外，公司长期培育配套企业欧晶科技，双方在石英坩埚产品等领域分别签订五年至十年期不等的长期战略合作协议。
- **投资建议：**公司作为硅片龙头，N型迭代下技术及供应链优势明显。我们预计公司2023-2025年实现营业收入855.60/1072.50/1161.00亿元，同比+27.68%/+25.35%/+8.25%，公司2023-25年归母净利润为92.41/115.32/132.04亿元，对应当前P/E为15x/12x/10x，维持“买入”评级。
- **风险提示：全球宏观经济波动风险；行业内部竞争风险；供应链保供风险；上下游价格波动风险。**

单位：亿元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670.10	855.60	1072.50	1161.00
(+/-)(%)	63.02%	27.68%	25.35%	8.25%
归母净利润	68.19	92.41	115.32	132.04
(+/-)(%)	69.21%	35.53%	24.79%	14.50%
EPS(元)	2.12	2.86	3.57	4.08
P/E	18	15	12	10

资料来源：携宁，东海证券研究所，2023年4月28日

附录：三大报表预测值

利润表 (亿元)

资产负债表 (亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	670	856	1073	1161	货币资金	102	218	283	305
%同比增速	63%	28%	25%	8%	交易性金融资产	45	85	105	125
营业成本	551	686	863	932	应收账款及应收票据	39	49	69	59
毛利	119	170	210	229	存货	64	44	89	62
%营业收入	18%	20%	20%	20%	预付账款	29	37	47	50
税金及附加	2	4	5	5	其他流动资产	39	50	68	78
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	318	483	660	678
销售费用	3	4	6	6	长期股权投资	69	90	109	119
%营业收入	0%	0%	1%	1%	投资性房地产	7	10	12	14
管理费用	9	17	24	23	固定资产合计	416	538	598	597
%营业收入	1%	2%	2%	2%	无形资产	37	46	54	62
研发费用	29	36	48	49	商誉	2	3	3	3
%营业收入	4%	4%	5%	4%	递延所得税资产	2	2	2	2
财务费用	8	14	13	12	其他非流动资产	240	235	228	232
%营业收入	1%	2%	1%	1%	资产总计	1091	1406	1665	1708
资产减值损失	-15	-14	-11	-11	短期借款	7	17	19	22
信用减值损失	-1	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	166	152	253	187
其他收益	4	6	7	7	预收账款	0	0	0	0
投资收益	18	22	28	30	应付职工薪酬	4	5	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	5	7	10	12
公允价值变动收益	1	0	0	0	其他流动负债	49	57	69	70
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	流动负债合计	230	237	357	297
营业利润	73	107	135	157	长期借款	319	369	369	319
%营业收入	11%	13%	13%	14%	应付债券	0	138	138	138
营业外收支	1	1	-2	-2	递延所得税负债	8	8	8	8
利润总额	74	108	134	155	其他非流动负债	63	83	93	98
%营业收入	11%	13%	12%	13%	负债合计	621	836	965	860
所得税费用	4	6	9	12	归属于母公司的所有者权益	376	467	587	724
净利润	71	102	124	142	少数股东权益	94	104	113	123
%营业收入	11%	12%	12%	12%	股东权益	471	570	700	847
归属于母公司的净利润	68	92	115	132	负债及股东权益	1091	1406	1665	1708
%同比增速	69%	36%	25%	15%	现金流量表 (亿元)				
少数股东损益	3	9	9	10		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	2.12	2.86	3.57	4.08	经营活动现金流净额	51	144	225	178
基本指标					投资	-52	-65	-43	-34
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-112	-178	-137	-90
EPS	2.12	2.86	3.57	4.08	其他	1	21	27	29
BVPS	11.63	14.43	18.15	22.39	投资活动现金流净额	-163	-222	-153	-94
PE	17.75	14.55	11.66	10.18	债权融资	143	218	12	-42
PEG	0.26	0.41	0.47	0.70	股权融资	5	-7	0	0
PB	3.24	2.88	2.29	1.86	支付股利及利息	-16	-17	-20	-20
EV/EBITDA	2.75	2.44	1.70	1.27	其他	-24	0	0	0
ROE	18%	20%	20%	18%	筹资活动现金流净额	107	194	-8	-62
ROIC	7%	9%	9%	10%	现金净流量	-4	116	65	22

资料来源：携宁，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089