

先进产能加速释放，头部优势持续显现

TCL 中环 (002129)

► 多方位战略布局领先，营收及盈利稳步增长

公司深耕单晶硅制造数十载，目前已成长为全球领先的光伏硅片龙头企业，同时公司积极布局电池、组件业务及光伏发电业务。2022年公司实现营业总收入670.10亿元，同比增长63.02%；实现归母净利润68.19亿元，同比增长69.21%；2023Q1实现营业总收入176.19亿元，同比增长31.80%；实现归母净利润22.53亿元，同比增长71.90%。

► 深耕行业多年，硅片龙头持续领跑

公司作为全球光伏硅片龙头从多方面进行战略布局领跑同行：**1) 产能方面**，根据2022年年报披露，随着银川项目投放，预计2023年末硅片产能将达到180GW；**2) 技术方面**，公司不仅引领了大尺寸、薄片化、N型硅片等新技术趋势，并且实现G12技术平台与工业4.0生产线深度融合，提升公司生产制造效率、工艺技术水平 and 满足客户柔性化需求的能力；**3) 产业链&客户方面**，一方面公司提前进行全球化供应链布局，获取更多供应链资源和稳定的保障，另一方面，公司积极进行差异化市场布局。

► 产业化纵向延伸，强化核心竞争力

公司积极纵向延伸产业链，进一步强化核心竞争力：**1) 电池方面**，公司积极布局N型电池片项目；**2) 组件方面**，公司在叠瓦3.0产品全面迭代的基础上，进一步开发“叠瓦3.5”、“叠瓦4.0”技术平台，推动终端BOS成本进一步降低，根据公司2023年一季报披露，预计2023年底公司组件产能将达到30GW。

投资建议

我们预计2023-2025年公司分别实现营业总收入838/1001/1139亿元，同比增长25.0%/20.0%/13.3%；实现归母净利润103/123/144亿元，同比增长50.4%/19.5%/17.4%，相应EPS分别为2.54/3.03/3.56元，以23年7月3日收盘价32.33元计算，当前股价对应PE分别为13/11/9倍，参考国内硅片领域可比公司隆基绿能、双良节能，考虑公司先进产能布局+领先制造能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

石英砂价格持续上涨风险、上游原材料价格波动风险、产能扩张不及预期、下游需求不及预期、海外政策变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,105	67,010	83,782	100,548	113,879
YoY (%)	115.7%	63.0%	25.0%	20.0%	13.3%
归母净利润(百万元)	4,030	6,819	10,259	12,257	14,385
YoY (%)	270.0%	69.2%	50.4%	19.5%	17.4%
毛利率 (%)	21.7%	17.8%	20.4%	19.4%	19.4%
每股收益(元)	1.32	2.12	2.54	3.03	3.56
ROE	12.7%	18.1%	21.6%	20.5%	19.4%
市盈率	24.56	15.24	12.74	10.66	9.09

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	32.33
股票代码：	002129
52周最高价/最低价：	62.12/31.0
总市值(亿)	1,306.92
自由流通市值(亿)	1,305.93
自由流通股数(百万)	2,835.55



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050003

联系电话：010-5977 5338

研究助理：罗静茹

邮箱：luojr@hx168.com.cn

联系电话：021-5038 0388

正文目录

1. 多方位战略布局领先，营收及盈利稳步增长.....	3
2. 深耕行业多年，硅片龙头优势凸显.....	5
3. 产业链纵向延伸，强化核心竞争力.....	6
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	7

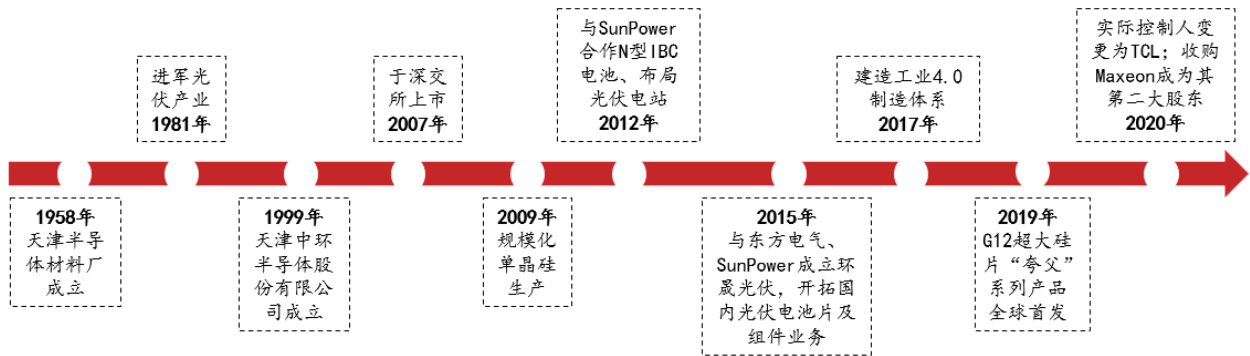
图表目录

图 1 公司发展历程.....	3
图 2 2020-2022 年公司收入结构.....	3
图 3 2017-2023Q1 公司营收及增速.....	4
图 4 2017-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	4
图 5 2017-2023Q1 公司销售净利率及销售毛利率.....	4
图 6 2017-2023Q1 公司期间费用情况.....	4
图 7 公司硅片产能投放节奏（单位：GW）.....	6
图 8 2017-2022 年公司光伏硅片产销规模.....	6
图 9 可比公司估值.....	7

1. 多方位战略布局领先，营收及盈利稳步增长

TCL 中环原名中环股份，成立于 1958 年，前身为天津半导体材料厂，在 1981 年开始进军光伏产业，是国内最早生产用于太阳能发电单晶硅企业之一，2007 年在深交所成功上市，在 2020 年完成混改成为 TCL 科技集团旗下的民营企业。从半导体到光伏领域，公司深耕单晶硅制造数十载，目前已成长为全球领先的光伏硅片龙头企业，截至 2022 年末公司晶体产能达到 140GW，硅片外销市场市占率全球第一。同时，为满足光伏硅片产能日益扩大的业务发展需要，公司还积极布局光伏电池、组件业务以及光伏发电业务，多元化布局将进一步巩固公司的龙头地位。

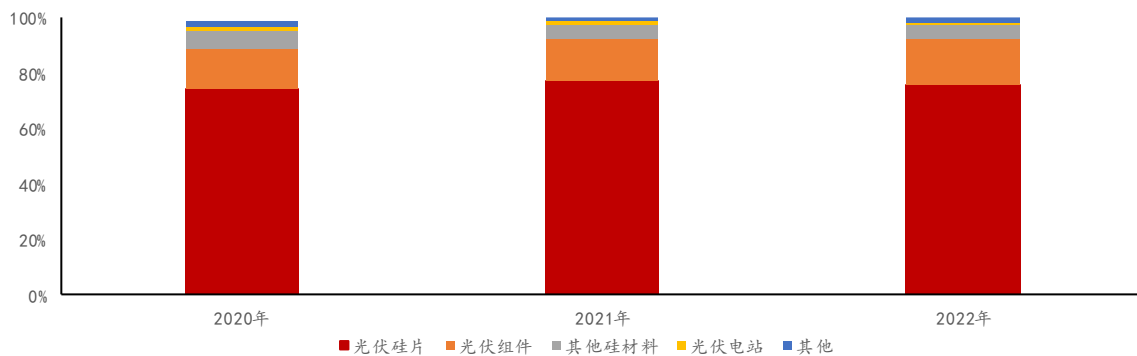
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司目前的主营业务主要包括光伏硅片、光伏电池及组件、其他硅材料及高效光伏电站项目开发及运营等。2020-2022 年，光伏硅片收入占比分别为 74.31%、77.35%、75.96%，是公司最大的业务板块。2022 年公司光伏硅片/光伏组件/其他硅材料/光伏电站/其他业务的营收占比分别为 75.96%/16.18%/4.87%/0.92%/2.07%。

图 2 2020-2022 年公司收入结构

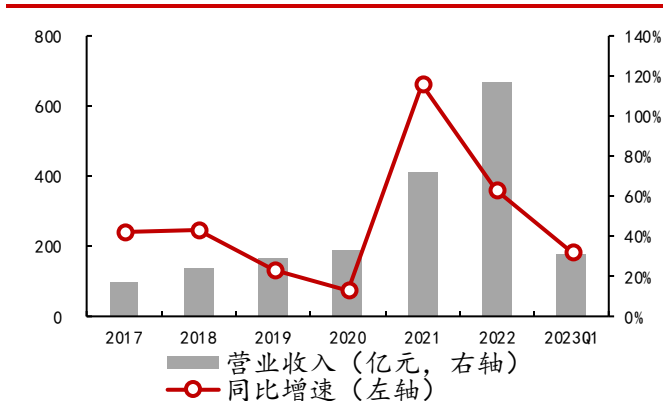


资料来源：Wind，华西证券研究所

公司营收盈利稳步增长。2022 年公司实现营业收入 670.10 亿元，同比增长 63.02%；实现归母净利润 68.19 亿元，同比增长 69.21%；实现扣非归母净利润 64.83

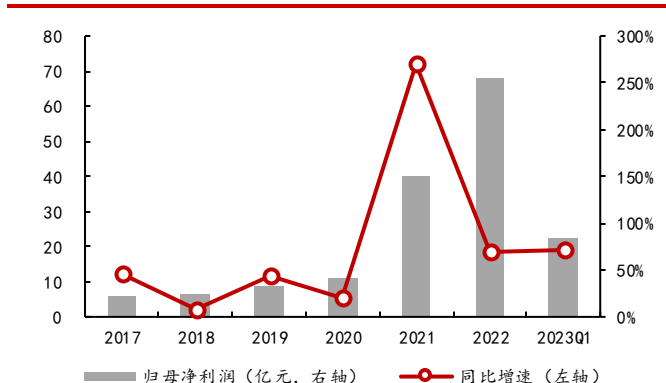
亿元，同比增长 66.97%。2023Q1 公司营收增速放缓但盈利仍保持高增，实现营业收入 176.19 亿元，同比增长 31.80%；实现归母净利润 22.53 亿元，同比增长 71.90%。

图 3 2017-2023Q1 公司营收及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

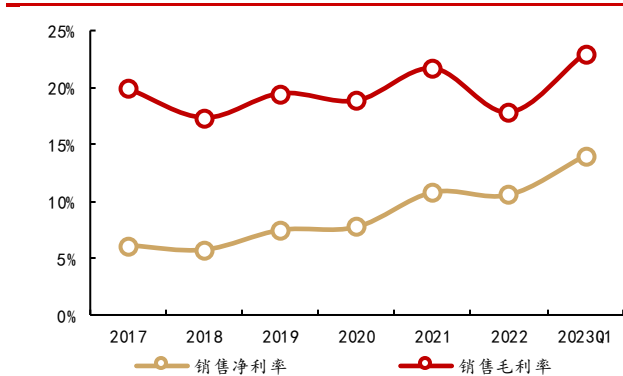
图 4 2017-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

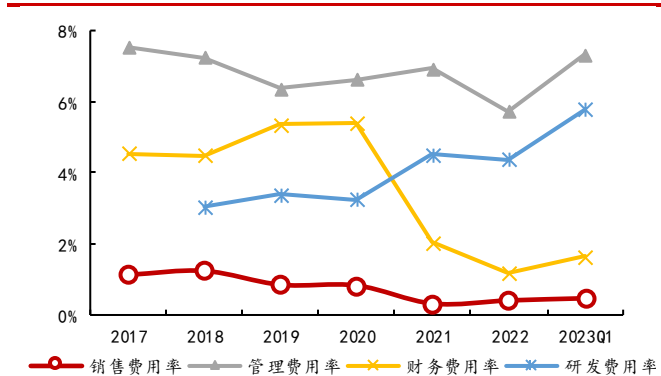
持续推进工业 4.0，增强内生竞争力。2022 年公司实现销售毛利率 17.82%，同比下降 3.87pct；销售净利率 10.56%，同比下降 0.23pct。2022 年在光伏行业供应链大幅波动的背景下，公司持续增强技术创新以及推动工业 4.0 制造方式转型，推进成本和盈利优势优化：①一方面，G12 技术平台与工业 4.0 生产线深度融合，提升了公司生产制造效率、工艺技术水平，较大幅度保障公司盈利能力，在晶体环节，降低单位产品硅料消耗率，单炉月产能力持续提高；在晶片环节，通过细线化、薄片化工艺改善，硅片 A 品率大幅提升，同硅片厚度下公斤出片数显著领先行业水平；②另一方面，工业 4.0 生产方式在公司各产业板块的作业流程和作业场景应用，人均劳动生产率继续大幅度提升、产品质量和一致性持续提升、原材辅料消耗进一步改善，工厂运营效率与成本持续优化。2023 年 Q1 公司盈利有所回升，2023Q1 公司销售毛利率/销售净利率分别为 23.01%/13.99%，同比提升 4.22pct/3.09pct。

图 5 2017-2023Q1 公司销售净利率及销售毛利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2017-2023Q1 公司期间费用情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

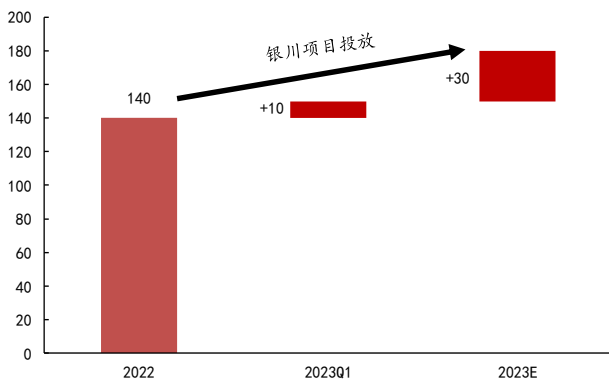
2. 深耕行业多年，硅片龙头优势凸显

公司光伏业务板块高速增长，2022 年公司光伏行业实现营业收入 623.61 亿元，同比增长 62.2%。公司持续推动技术创新与工业 4.0 制造转型，伴随着工业 4.0 及柔性制造智能工厂生产方式在公司各产业板块的作业流程和作业场景的应用，光伏产品产销规模迅速提升；同时公司依托 G12 与叠瓦双平台技术优势和柔性制造能力，组件制造水平与产品力显著增强，发挥上下游联动消化超规硅片的能力，产品竞争力不断提升，推动公司业绩快速增长。在先进产能布局+技术创新+产业链上下协同背景下，我们认为硅片龙头有望持续领跑：

- **先进产能规模持续扩大，奠定单晶硅片龙头地位：**根据 2022 年年报及 2023 年一季报披露，截至 2022 年末，公司晶体产能达 140GW，硅片外销市场占有率全球第一，2023Q1 公司产销规模显著增长，其中 3 月份单月出货规模首次突破 10GW，创历史新高；公司产能持续扩大，伴随公司 50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智慧工厂（宁夏中环六期项目）产能投放，截至 2023 年 3 月底，单晶总产能提升至 150GW，随着银川项目继续投产与技术能力提升，预计 2023 年末公司晶体产能将达到 180GW，继续保持全球单晶规模 TOP1；同时，公司依托多年硅材料技术积淀和 N 型技术储备，参与客户产品及工艺 Design in，保持了强有力的产品竞争力和协同效应，N 型硅片全球外销市场占有率多年保持第一。
- **技术创新叠加工业 4.0，引领行业变革和产业升级：**一方面，公司依托技术创新能力和工业 4.0，引领了大尺寸、薄片化、N 型硅片等行业趋势；另一方面，G12 技术平台与工业 4.0 生产线深度融合，提升了公司生产制造效率、工艺技术水平 and 满足客户柔性化需求的能力。
- **打造产业链协同优势，保障供应链资源+优质客户资源。**一方面，基于“立足长跑”的商业逻辑，公司提前进行全球化供应链布局，获取更多供应链资源和稳定的保障，2023 年石英砂供应紧缺，公司通过对石英砂供应链的前瞻性考量，建立并保持长期战略合作关系，保障石英砂供应和生产稳定性；另一方面，公司差异化市场布局，与中国台湾、北美地区、欧洲、韩国及东南亚等区域客户保持长期稳定的合作。

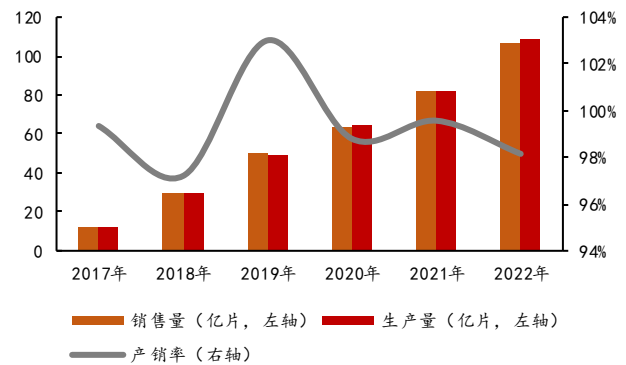
拟布局中东产能，推进国际化战略。2023 年 5 月 24 日，公司发布《关于与 Vision Industries Company 签署合作条款清单的公告》称，与 Vision Industries 讨论拟共同成立合资公司并在沙特阿拉伯投资建设光伏晶体晶片工厂项目，经友好协商双方于 2023 年 5 月 24 日签署合作条款清单。本次合作将助力打造沙特首条具有全球领先技术优势的光伏产业链，中东区位优势有望辐射沙特、中东地区及可能的欧洲、“一带一路”沿线中亚地区市场。

图7 公司硅片产能投放节奏（单位：GW）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 2017-2022年公司光伏硅片产销规模



资料来源：公司年报，华西证券研究所

3. 产业链纵向延伸，强化核心竞争力

“叠瓦+G12”纵向布局，提升上下游环节协同。在下游电池片和组件环节，公司坚定“叠瓦+G12”双平台差异化技术&产品路线，实现了“G12+叠瓦”3.0产品的全面迭代。

- **在电池片方面**，2022年4月7日，公司发布可转债预案，拟发行可转债募集资金总额不超过人民币138亿元用于“年产35GW高纯太阳能超薄单晶硅片智慧工厂项目”以及“TCL中环25GW N型TOPCon高效太阳能电池工业4.0智慧工厂项目”；同时，基于对于下一代差异化电池技术拓展的思考，公司在江苏地区建设完成自动化、智能化水平行业领先的年产能2GW G12电池工程示范线，并已具备可拓展条件。2020年公司认购MAXEON增发的28.8480%股权，成为MAXEON第二大股东，基于MAXEON公司拥有的IBC电池-组件、叠瓦组件的知识产权和卓越的研发能力，公司推动MAXEON在全球范围内进一步拓展电池、组件的制造体系和地面式电站、分布式电站的市场开发业务。
- **在组件方面**，根据2022年年报及2023年一季报披露，在叠瓦3.0产品全面迭代的基础上，公司进一步开发“叠瓦3.5”、“叠瓦4.0”技术平台，并且充分发挥产业链协同优势，推动终端BOS成本进一步降低；同时，截至2022年底公司在江苏地区布局的G12高效叠瓦组件项目产能实现9GW，天津地区投建的G12高效叠瓦组件项目（一期）产能实现3GW，公司正加速将技术创新转换为工程能力，持续扩大产能规模，预计2023年末公司组件产能将达到30GW。

4. 投资建议

我们预计2023-2025年公司分别实现营业总收入838/1001/1139亿元，同比增长25.0%/20.0%/13.3%；实现归母净利润103/123/144亿元，同比增长50.4%/19.5%/17.4%，相应EPS分别为2.54/3.03/3.56元，以23年7月3日收盘价32.33元计算，当前股价对应PE分别为13/11/9倍，参考国内硅片领域可比公司隆基绿能、双良节能，考虑公司先进产能布局+领先制造能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

图9 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601012.SH	隆基绿能	28.88	2.49	3.09	3.56	12	9	8
600481.SH	双良节能	13.79	1.37	1.80	2.14	10	8	6

资料来源：Wind、华西证券研究所

注：隆基绿能、双良节能相关数据来自Wind一致预期，PE以2023年7月3日收盘价计算

5. 风险提示

石英砂价格持续上涨风险、上游原材料价格波动风险、产能扩张不及预期、下游需求不及预期、海外政策变动风险。

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	67,010	83,782	100,548	113,879	净利润	7,073	11,300	13,226	15,523
YoY (%)	63.0%	25.0%	20.0%	13.3%	折旧和摊销	4,582	380	475	570
营业成本	55,067	66,672	81,010	91,812	营运资金变动	-7,468	-1,372	2,370	-1,728
营业税金及附加	249	365	413	470	经营活动现金流	5,057	10,267	15,328	13,163
销售费用	277	378	419	487	资本开支	-11,208	-4,111	-5,132	-6,144
管理费用	908	1,341	1,663	1,806	投资	-5,169	-2,000	-2,500	-3,000
财务费用	792	904	801	615	投资活动现金流	-16,292	-4,351	-5,621	-6,712
研发费用	2,923	3,543	4,346	4,894	股权募资	462	0	0	0
资产减值损失	-1,519	-500	-50	-25	债务募资	14,279	-471	-533	-547
投资收益	1,752	1,759	2,011	2,432	筹资活动现金流	10,654	-1,902	-1,618	-1,608
营业利润	7,325	12,339	14,342	16,789	现金净流量	-382	4,014	8,089	4,844
营业外收支	124	0	0	0					
利润总额	7,449	12,339	14,342	16,789	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	376	1,040	1,116	1,266	成长能力				
净利润	7,073	11,300	13,226	15,523	营业收入增长率	63.0%	25.0%	20.0%	13.3%
归属于母公司净利润	6,819	10,259	12,257	14,385	净利润增长率	69.2%	50.4%	19.5%	17.4%
YoY (%)	69.2%	50.4%	19.5%	17.4%	盈利能力				
每股收益	2.12	2.54	3.03	3.56	毛利率	17.8%	20.4%	19.4%	19.4%
					净利率	10.2%	12.2%	12.2%	12.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.2%	8.2%	8.7%	9.0%
货币资金	10,167	14,180	22,269	27,113	净资产收益率 ROE	18.1%	21.6%	20.5%	19.4%
预付款项	2,885	3,717	4,504	5,060	偿债能力				
存货	6,430	5,155	8,537	7,663	流动比率	1.38	1.57	1.82	2.01
其他流动资产	12,347	21,548	19,959	29,683	速动比率	0.86	1.16	1.29	1.56
流动资产合计	31,830	44,600	55,269	69,518	现金比率	0.44	0.50	0.73	0.78
长期股权投资	6,911	6,911	6,911	6,911	资产负债率	56.9%	53.8%	49.4%	45.9%
固定资产	41,624	45,244	49,769	55,199	经营效率				
无形资产	3,664	3,664	3,664	3,664	总资产周转率	0.72	0.71	0.76	0.76
非流动资产合计	77,304	80,924	85,449	90,879	每股指标 (元)				
资产合计	109,134	125,524	140,718	160,398	每股收益	2.12	2.54	3.03	3.56
短期借款	651	180	-353	-900	每股净资产	11.63	11.76	14.80	18.35
应付账款及票据	16,576	19,694	21,623	25,530	每股经营现金流	1.56	2.54	3.79	3.26
其他流动负债	5,793	8,560	9,132	9,928	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	23,020	28,434	30,402	34,558	估值分析				
长期借款	31,911	31,911	31,911	31,911	PE	15.24	12.74	10.66	9.09
其他长期负债	7,143	7,143	7,143	7,143	PB	3.24	2.75	2.19	1.76
非流动负债合计	39,054	39,054	39,054	39,054					
负债合计	62,074	67,488	69,456	73,612					
股本	3,234	4,042	4,042	4,042					
少数股东权益	9,442	10,483	11,452	12,591					
股东权益合计	47,060	58,036	71,262	86,785					
负债和股东权益合计	109,134	125,524	140,718	160,398					

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

杨睿：华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

罗静茹：英国华威大学硕士，2年行业研究经验，2022年加入华西证券研究所。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。