

TCL 中环 (002129.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

硅片盈利维持高位，再显龙头优势

业绩简评

8月28日公司披露2023年中报，上半年实现营收349亿元，同比+10%，实现归母净利润45.36亿元，同比+56%，实现扣非归母净利润38.08亿元，同比+31%。其中，Q2实现营收173亿元，同比-5.7%、环比-1.9%，实现归母净利22.83亿元，同比+42.1%、环比+1.3%，实现扣非归母净利15.89亿元，同比-0.7%、环比-28.4%。非经常损益主要为处置交易金融资产取得的投资收益。业绩位于预告中值附近，符合预期。

经营分析

硅片出货持续增长，N型放量助力市占提升。上半年公司产销规模同比提升56%，预计单晶硅片出货52~53GW，其中Q2出货27~28GW，环比Q1提升约10%。Q2中后期产业链价格快速下跌，终端需求观望导致硅片出货承压，公司凭借产品及运营优势实现了出货量的稳步增长。截至6月末公司拉晶总产能已达165GW，预计2023年末进一步提升至180GW，随硅料价格见底，7-8月硅片环节稼动率显著提升，预计公司Q3硅片出货量环比显著提升。公司N型硅片产品份额领先，随下半年N型电池放量，公司有望凭借N型产品优势进一步提升硅片出货量及市占率。

产业链价格波动下硅片盈利维持高位，龙头优势尽显。二季度产业链价格波动导致硅片环节盈利承压，公司凭借制造端成本及技术优势、经营端供应链及战略优势充分展现龙头竞争力，测算Q2硅片单位盈利约0.06-0.07元/W，在二三线企业亏损的背景下明显拉开优势；Q2公司计提资产减值13.32亿元，主要为存货减值，加回后单位盈利约0.1元/W。近期光伏产业链上游硅片、硅料价格企稳，7月底以来公司连续3次调涨硅片报价，预计Q3公司硅片盈利能力维持高位。

“G12+叠瓦”打造差异化组件路线，布局TOPCon提升盈利能力。公司坚定“G12+叠瓦”双平台差异化技术&产品路线，发行可转债布局25GW N型TOPCon电池产能，有望将公司G12大尺寸技术优势导入N型TOPCon电池制造过程中，充分发挥产业协同优势与差异化技术路径，提升综合竞争力及盈利能力。

盈利预测、估值与评级

公司硅片技术多维领先，业绩有望持续高增，微调2023-2025年净利润至101、122、146亿元，当前股价对应PE分别为10/8/7倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，行业需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

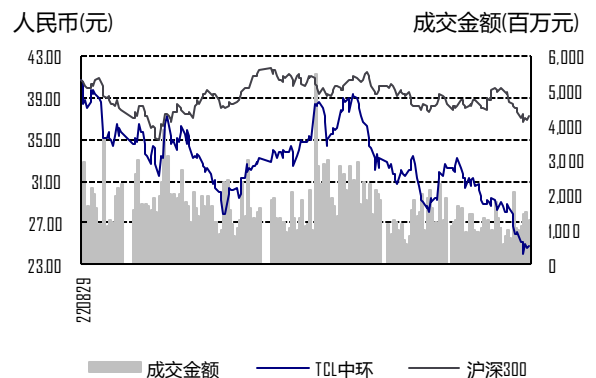
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.77元

相关报告：

- 《TCL 中环公司点评：中东建厂率先落地，全球化迈出坚实一步》，2023.5.26
- 《TCL 中环公司点评：硅片盈利维持高位，市占率持续提升》，2023.4.28
- 《TCL 中环公司点评：单位盈利维持高位，领先优势有望放大》，2023.3.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,105	67,010	75,941	87,381	108,216
营业收入增长率	115.70%	63.02%	13.33%	15.07%	23.84%
归母净利润(百万元)	4,030	6,819	10,057	12,178	14,608
归母净利润增长率	270.03%	69.21%	47.49%	21.09%	19.95%
摊薄每股收益(元)	1.247	2.109	2.488	3.012	3.614
每股经营性现金流净额	1.32	1.56	3.77	5.63	6.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.72%	18.13%	21.63%	20.98%	20.31%
P/E	33.48	17.86	9.96	8.22	6.85
P/B	4.26	3.24	2.15	1.72	1.39

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,057	41,105	67,010	75,941	87,381	108,216	货币资金	7,516	10,746	10,167	7,077	10,619	19,633
增长率		115.7%	63.0%	13.3%	15.1%	23.8%	应收款项	3,727	5,422	5,154	7,624	8,773	10,865
主营业务成本	-15,464	-32,190	-55,067	-57,310	-64,908	-81,662	存货	2,144	3,129	6,430	3,768	4,428	5,705
%销售收入	81.1%	78.3%	82.2%	75.5%	74.3%	75.5%	其他流动资产	2,698	5,161	10,079	8,396	8,784	9,621
毛利	3,593	8,914	11,943	18,631	22,473	26,554	流动资产	16,085	24,459	31,830	26,865	32,603	45,824
%销售收入	18.9%	21.7%	17.8%	24.5%	25.7%	24.5%	%总资产	27.4%	31.4%	29.2%	22.6%	24.7%	30.3%
营业税金及附加	-127	-171	-249	-304	-350	-433	长期投资	3,949	5,891	9,198	10,055	10,555	11,055
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	33,252	38,726	55,585	66,473	72,911	78,148
销售费用	-159	-131	-277	-380	-437	-541	%总资产	56.6%	49.7%	50.9%	56.0%	55.3%	51.7%
%销售收入	0.8%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	3,808	4,563	5,206	7,345	7,974	8,570
管理费用	-644	-992	-908	-1,063	-1,206	-1,461	非流动资产	42,635	53,521	77,304	91,847	99,150	105,233
%销售收入	3.4%	2.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	72.6%	68.6%	70.8%	77.4%	75.3%	69.7%
研发费用	-619	-1,859	-2,923	-3,341	-3,845	-4,762	资产总计	58,720	77,979	109,134	118,712	131,754	151,057
%销售收入	3.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	短期借款	7,611	7,975	2,986	3,000	2,000	2,000
息税前利润 (EBIT)	2,045	5,762	7,586	13,543	16,636	19,358	应付款项	7,746	9,334	17,059	14,428	16,341	20,558
%销售收入	10.7%	14.0%	11.3%	17.8%	19.0%	17.9%	其他流动负债	1,973	3,135	2,975	2,987	3,452	4,180
财务费用	-1,029	-840	-792	-2,078	-2,119	-1,922	流动负债	17,330	20,444	23,020	20,415	21,793	26,738
%销售收入	5.4%	2.0%	1.2%	2.7%	2.4%	1.8%	长期贷款	9,226	12,633	31,911	35,645	35,645	35,645
资产减值损失	-106	-1,167	-1,579	-1,042	-65	-200	其他长期负债	4,083	3,233	7,143	5,960	4,864	4,081
公允价值变动收益	70	0	56	0	0	0	负债	30,638	36,310	62,074	62,020	62,303	66,464
投资收益	303	1,168	1,752	1,500	300	300	普通股股东权益	19,207	31,672	37,618	46,486	58,055	71,932
%税前利润	17.9%	23.4%	23.5%	12.5%	2.0%	1.7%	其中：股本	3,033	3,232	3,234	4,043	4,043	4,043
营业利润	1,631	5,006	7,325	11,973	14,803	17,586	未分配利润	3,632	7,254	13,246	22,800	34,369	48,246
营业利润率	8.6%	12.2%	10.9%	15.8%	16.9%	16.3%	少数股东权益	8,874	9,997	9,442	10,206	11,396	12,660
营业外收支	61	-6	124	50	50	50	负债股东权益合计	58,720	77,979	109,134	118,712	131,754	151,057
税前利润	1,692	5,000	7,449	12,023	14,853	17,636	比率分析						
利润率	8.9%	12.2%	11.1%	15.8%	17.0%	16.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-217	-565	-376	-1,202	-1,485	-1,764	每股指标						
所得税率	12.8%	11.3%	5.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.359	1.247	2.109	2.488	3.012	3.614
净利润	1,476	4,435	7,073	10,821	13,367	15,872	每股净资产	6.333	9.800	11.633	11.500	14.361	17.794
少数股东损益	387	406	254	764	1,190	1,265	每股经营现金净流	0.943	1.325	1.564	3.768	5.630	6.675
归属于母公司的净利润	1,089	4,030	6,819	10,057	12,178	14,608	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.124	0.151	0.181
净利率	5.7%	9.8%	10.2%	13.2%	13.9%	13.5%	回报率						
							净资产收益率	5.67%	12.72%	18.13%	21.63%	20.98%	20.31%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.85%	5.17%	6.25%	8.47%	9.24%	9.67%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	3.76%	8.12%	8.70%	12.65%	13.85%	14.14%
净利润	1,476	4,435	7,073	10,821	13,367	15,872	增长率						
少数股东损益	387	406	254	764	1,190	1,265	主营业务收入增长率	12.85%	115.70%	63.02%	13.33%	15.07%	23.84%
非现金支出	2,258	4,144	6,161	6,549	7,081	8,437	EBIT 增长率	2.38%	181.85%	31.65%	78.52%	22.84%	16.36%
非经营收益	823	70	-709	1,013	2,082	2,015	净利润增长率	20.51%	270.03%	69.21%	47.49%	21.09%	19.95%
营运资金变动	-1,697	-4,367	-7,468	-3,152	229	659	总资产增长率	19.55%	32.80%	39.95%	8.78%	10.99%	14.65%
经营活动现金净流	2,859	4,282	5,057	15,231	22,759	26,984	资产管理能力						
资本开支	-3,607	-5,982	-11,208	-18,268	-13,920	-13,920	应收账款周转天数	43.4	22.9	18.8	24.0	24.0	24.0
投资	-2,996	-1,795	-5,169	637	-500	-500	存货周转天数	43.6	29.9	31.7	30.0	30.0	30.0
其他	-823	-49	85	1,500	300	300	应付账款周转天数	88.6	62.8	61.8	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-7,426	-7,826	-16,292	-16,130	-14,120	-14,120	固定资产周转天数	484.1	263.0	226.7	257.7	247.1	214.1
股权募资	6,552	10,090	462	-700	0	0	偿债能力						
债权募资	552	1,165	14,279	2,669	-1,000	0	净负债/股东权益	38.98%	20.71%	42.97%	50.37%	34.58%	17.73%
其他	-2,969	-1,985	-4,087	-2,825	-2,991	-3,046	EBIT 利息保障倍数	2.0	6.9	9.6	6.5	7.9	10.1
筹资活动现金净流	4,135	9,270	10,654	-856	-3,991	-3,046	资产负债率	52.18%	46.56%	56.88%	52.24%	47.29%	44.00%
现金净流量	-526	5,700	-382	-1,755	4,649	9,818							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-09	买入	49.86	69.00~69.00
2	2022-09-30	买入	45.25	N/A
3	2022-10-20	买入	43.41	N/A
4	2023-03-29	买入	47.18	N/A
5	2023-04-28	买入	40.40	N/A
6	2023-05-26	买入	41.88	N/A

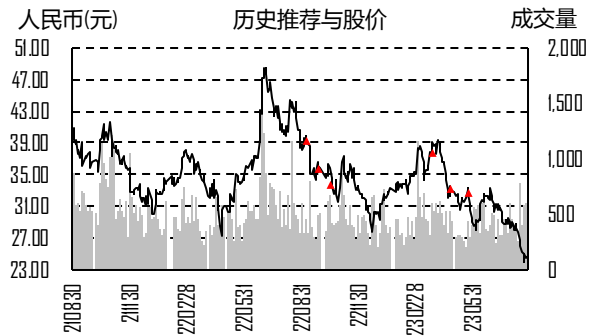
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806