

# TCL 中环 (002129)

## 2023 年中报点评：硅片稳健增长，N 型不断提升

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	67,010	97,317	109,184	133,715
同比	63%	45%	12%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	6,819	10,107	11,986	13,759
同比	69%	48%	19%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.69	2.50	2.96	3.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.69	9.91	8.35	7.28

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报，2023H1 营收 348.98 亿元，同增 10.09%；归母净利润 45.36 亿元，同增 55.50%；扣非净利 38.08 亿元，同增 31.28%。2023Q2 营收 172.79 亿元，同环降 5.74%/1.93%；归母净利润 22.83 亿元，同环增 42.13%/1.34%；扣非净利 15.89 亿，同环降 0.70%/28.41%，业绩符合预期。
- **硅片持续增长，N 型占比不断提升。**公司 2023H1 硅片出货 51-52GW，同增 50%+；硅片产能达 165GW，外销市占率全球第一；2023Q2 硅片出货 27-28GW，同环增 43%/17%，我们测算扣非单瓦净利约 6 分/W，环比下降，主要系 2023Q2 产业价格大幅下行，计提存货减值影响较大；考虑减值冲回及投资收益扣除，我们测算经营性盈利约 1 毛/W。公司 N 型占比不断提升，2023Q2 我们预计 N 型占比 30%，2023Q3 随 TOPCon 产能释放 N 型占比有望大幅提升，我们预计 2023Q3 硅片出货或达 35GW；8 月以来随电池新产能逐步释放，硅片供需边际改善，公司硅片报价较 7 月初提价 3 次/涨幅 18%，盈利逐渐改善。全年看，我们预计硅片出货 125-130GW，受益于：(1) 规模效应增强，我们预计 2023 年底产能达 180GW；(2) 海外高纯砂锁量超 35%，坩埚供应具备保障；(3) 出货结构持续优化，我们预计全年 210 出货 70%+，N 型硅片占比 30-40%；公司盈利有望保持坚挺。
- **N 型电池逐步落地，组件及半导体稳健发力。**公司电池规划逐步落地，目前已建成江苏 2GW G12 示范线，广州 25GW TOPCon 电池加速投建，公司预计 2024 年投产，进一步增强竞争力。目前环晟组件已有江苏 9GW+天津 3GW 叠瓦产能，公司预计 2023 年底组件产能达 30GW，销量约 13-15GW。半导体业务持续发力，原有业务盈利稳定，2023 年公司收购鑫芯半导体，规模进一步扩展，我们预计市占率有望提升。
- **费用持续优化，现金流大幅增加。**2023Q2 期间费用 9.7 亿元，同环降 29.52%/41.75%；2023Q2 期间费用率 5.61%，同环降 1.89pct/3.84pct，主要系研发费用大幅下降。2023Q2 经营现金净流入 18.21 亿元，环增 75.33%；2023Q2 应收账款 53.38 亿元，同环增 35.38%/9.85%，主要系公司产销规模大幅增加。
- **盈利预测与投资评级：**基于产业链价格下行，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 101/120/138 亿元 (2024/2025 年前值为 126/145 亿元)，同增 48%/19%/15%，基于公司硅片龙头地位，N 型出货占比高，价格具备优势，石英砂保障带来成本端优势，同时电池组件逐步落地，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，原材料价格波动，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.77
一年最低/最高价	23.86/51.49
市净率(倍)	2.39
流通 A 股市值(百万元)	100,056.47
总市值(百万元)	100,136.92

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.36
资产负债率(% ,LF)	52.25
总股本(百万股)	4,042.67
流通 A 股(百万股)	4,039.42

### 相关研究

《TCL 中环(002129)：2023Q1 业绩点评：硅片出货高增，业绩持续增长》

2023-04-28

《TCL 中环(002129)：2023 年 1 季度业绩预告点评：硅片盈利坚挺，业绩持续增长》

2023-04-14

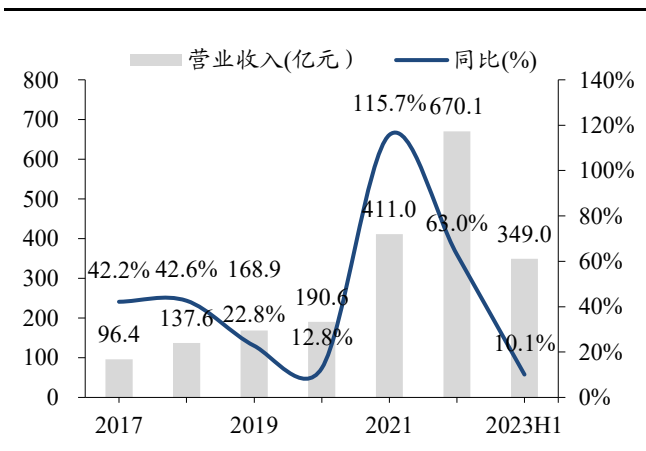
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 348.98 亿元, 同比增长 10.09%; 实现利润总额 53.77 亿元, 同比增长 54.52%; 实现归属母公司净利润 45.36 亿元, 同比增长 55.50%; 实现扣非归母净利润 38.08 亿元, 同比增长 31.28%。2023H1 毛利率为 23.21%, 同比上升 5.52pct, 2023H1 归母净利率为 13.00%, 同比上升 3.80pct; 2023H1 扣非归母净利率 10.91%, 同比上升 1.76pct。2023Q2 实现营业收入 172.79 亿元, 同比下降 5.74%, 环比下降 1.93%; 实现利润总额 25.69 亿元, 同比增长 35.00%, 环比下降 8.55%; 实现归属母公司净利润 22.83 亿元, 同比增长 42.13%, 环比增长 1.34%; 实现扣非归母净利润 15.89 亿元, 同比下降 0.70%, 环比下降 28.41%。2023Q2 毛利率为 23.41%, 同比上升 6.52pct, 环比增长 0.40pct; 2023Q2 归母净利率为 13.21%, 同比上升 4.45pct, 环比增长 0.43pct; 2023Q2 扣非归母净利率 9.20%, 同比上升 0.47pct, 环比下降 3.40pct。

**表1: 2023H1 收入 348.98 亿元, 同比增长 10.09%; 归母净利润 45.36 亿元, 同比增长 55.50% (单位: 亿元)**

TCL 中环	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	348.98	316.98	10.09%	172.79	183.30	-5.74%	176.19	-1.93%
营业成本	267.98	260.90	2.71%	132.33	152.34	-13.13%	135.64	-2.44%
毛利率	23.2%	17.7%	+5.52pct	23.4%	16.9%	+6.52pct	23.0%	+0.40pct
营业利润	53.98	34.96	54.42%	25.92	19.21	34.93%	28.06	-7.64%
利润总额	53.77	34.80	54.52%	25.69	19.03	35.00%	28.09	-8.55%
归属母公司净利润	45.36	29.17	55.50%	22.83	16.07	42.13%	22.53	1.34%
扣非归母净利润	38.08	29.01	31.28%	15.89	16.00	-0.70%	22.19	-28.41%
归母净利率	13.0%	9.2%	+3.80pct	13.2%	8.8%	+4.45pct	12.8%	+0.43pct
扣非归母净利率	10.9%	9.2%	+1.76pct	9.2%	8.7%	+0.47pct	12.6%	-3.40pct

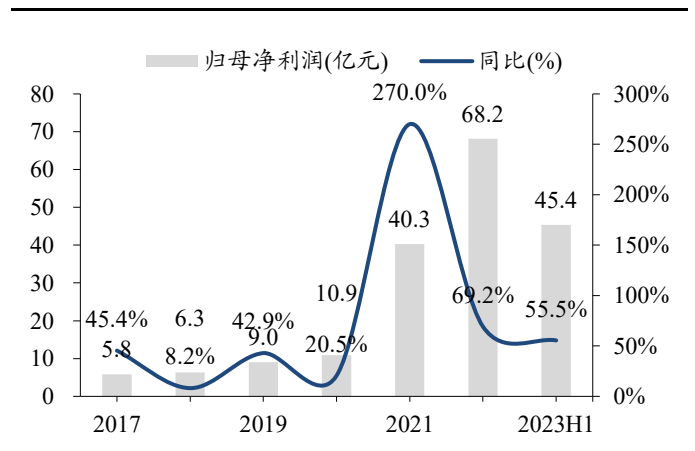
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2023H1 营业收入 348.98 亿元, 同比+10.09% (亿元, %)**



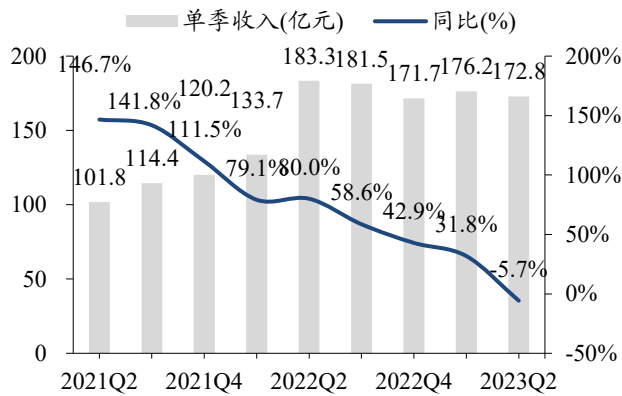
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2023H1 归母净利润 45.36 亿元, 同比+55.50% (亿元, %)**



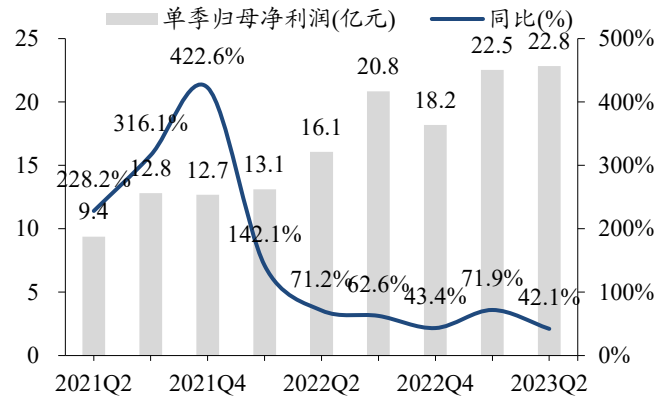
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 172.79 亿元, 同比-5.74%, 环比-1.93% (亿元, %)



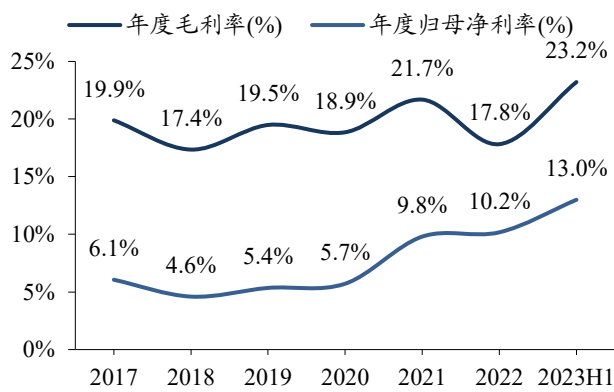
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 22.83 亿元, 同比+42.13%, 环比+1.34% (亿元, %)



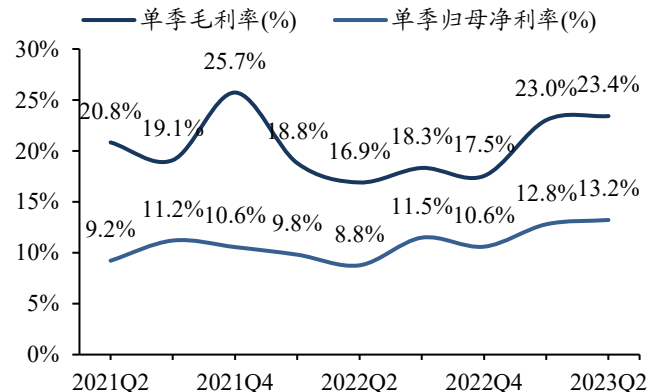
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 23.21%、13.00% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 23.41%、13.21% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

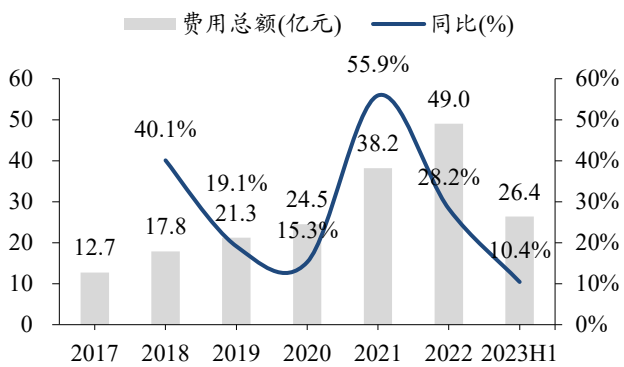
**硅片持续增长, N 型占比不断提升。**公司 2023H1 硅片出货 51-52GW, 同增 50%+; 硅片产能达 165GW, 外销市占率全球第一; 2023Q2 硅片出货 27-28GW, 同环增 43%/17%, 我们测算扣非单瓦净利约 6 分/W, 环比下降, 主要系 2023Q2 产业价格大幅下行, 计提存货减值影响较大; 考虑减值冲回及投资收益扣除, 我们测算经营性盈利约 1 毛/W。公司 N 型占比不断提升, 2023Q2 我们预计 N 型占比 30%, 2023Q3 随 TOPCon 产能释放 N 型占比有望大幅提升, 我们预计 2023Q3 硅片出货或达 35GW; 8 月以来随电池新产能逐步释放, 硅片供需边际改善, 公司硅片报价较 7 月初提价 3 次/涨幅 18%, 盈利逐渐改善。全年看, 我们预计硅片出货 125-130GW, 受益于: (1) 规模效应增强, 我们预计 2023 年底产能达 180GW; (2) 海外高纯砂锁量超 35%, 坩埚供应具备保障; (3) 出货结构持续优化, 我们预计全年 210 出货 70%+, N 型硅片占比 30-40%; 公司盈利有望保持坚挺。

**N 型电池逐步落地, 组件及半导体稳健发力。**公司电池规划逐步落地, 目前已建

成江苏 2GW G12 示范线，广州 25GW TOPCon 电池加速投建，公司预计 2024 年投产，进一步增强竞争力。目前环晟组件已有江苏 9GW+天津 3GW 叠瓦产能，公司预计 2023 年底组件产能达 30GW，销量约 13-15GW。半导体业务持续发力，原有业务盈利稳定，2023 年公司收购鑫芯半导体，规模进一步扩展，我们预计市占率有望提升。

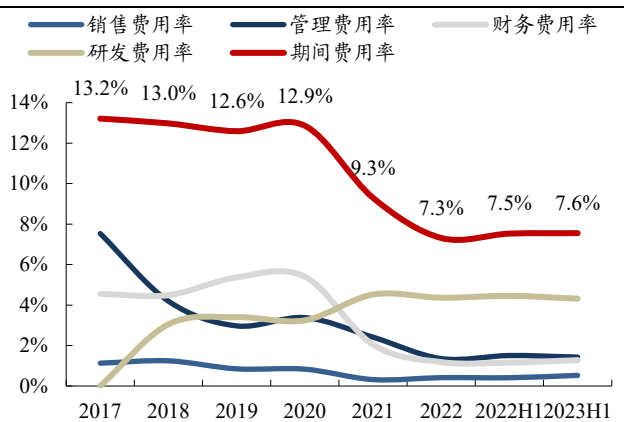
**研发费用大幅下降，期间费用显著优化。**公司 2023H1 期间费用合计 26.36 亿元，同比增长 10.42%；期间费用率为 7.55%，同比增长 0.02pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 41.11%、上升 4.41%、上升 6.66%、上升 21.86%至 1.84 亿元、4.99 亿元、15.06 亿元、4.47 亿元；费用率分别同比上升 0.12、下降 0.08、下降 0.14、上升 0.12 个百分点至 0.53%、1.43%、4.32%、1.28%。公司 2023Q2 期间费用合计 9.70 亿元，同比下降 29.52%，环比下降 41.75%；期间费用率为 5.61%，同比下降 1.89pct，环比下降 3.84pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 22.25%、下降 12.01%、下降 42.89%、下降 14.72%至 1.01 亿元、2.25 亿元、4.89 亿元、1.56 亿元；费用率分别同比上升 0.13、下降 0.09、下降 1.84、下降 0.1 个百分点至 0.58%、1.30%、2.83%、0.90%。

图7: 2023H1 期间费用 26.36 亿元，同比+10.42% (亿元，%)



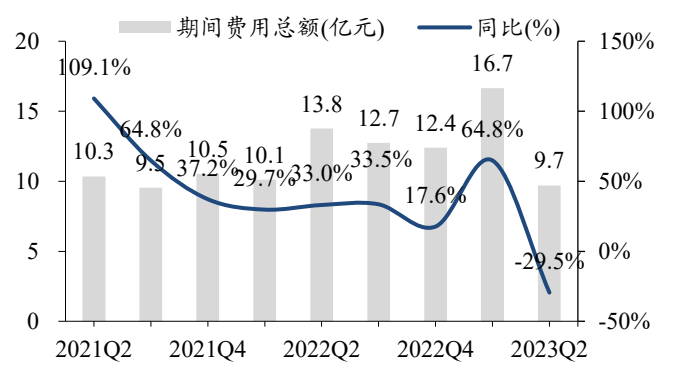
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 7.55%，同比+0.02pct (%)



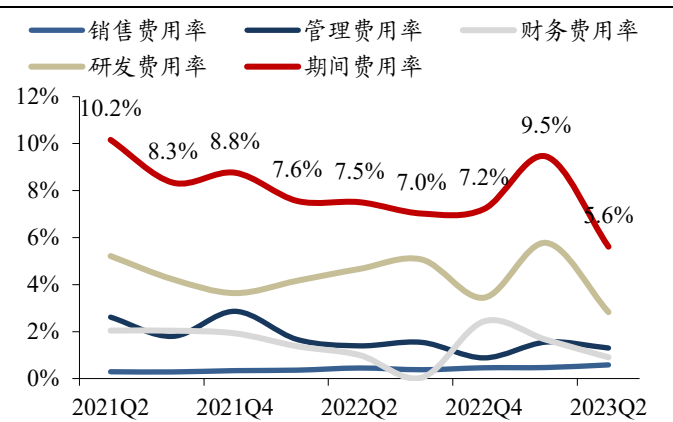
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 9.7 亿元，同比-29.52%，环比-41.75% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q2 期间费用率 5.61%，同比-1.89pct，环比-3.84pct (%)

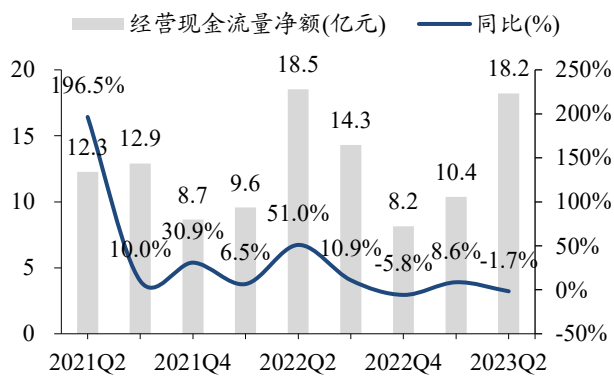


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



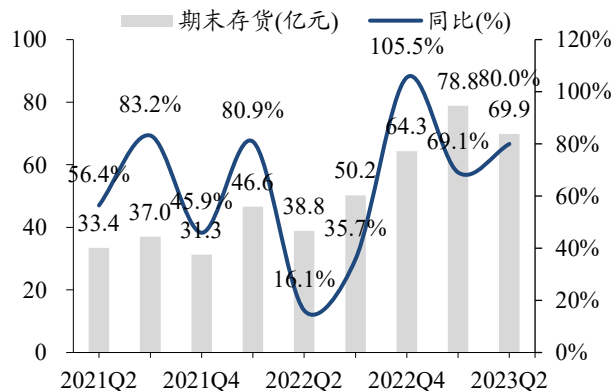
**销售规模扩大，现金流大幅增加。**2023H1 经营活动现金流量净流入 28.60 亿元，同比增长 1.79%。销售商品取得现金 100.18 亿元，同比增长 0.30%。期末合同负债 13.1 亿元，同比下降 62.59%。期末应收账款 53.38 亿元，同比增长 35.38%。应收账款周转天数同比上升 3.64 天至 23.6 天。期末存货 69.89 亿元，同比上升 79.99%。存货周转天数同比上升 21.19 天至 47.13 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 18.21 亿元，同比下降 1.73%，环比增长 75.33%。销售商品取得现金 48.4 亿元，同比下降 24.38%，环比下降 6.54%。期末合同负债 13.1 亿元，同比下降 62.59%，环比下降 29.11%。期末应收账款 53.38 亿元，同比增长 35.38%，环比增长 9.85%。应收账款周转天数同比上升 3.64 天至 23.6 天。期末存货 69.89 亿元，同比上升 79.99%，环比下降 11.33%。存货周转天数同比上升 21.19 天至 47.13 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 18.21 亿元, 同比-1.73%, 环比+75.33% (亿元, %)



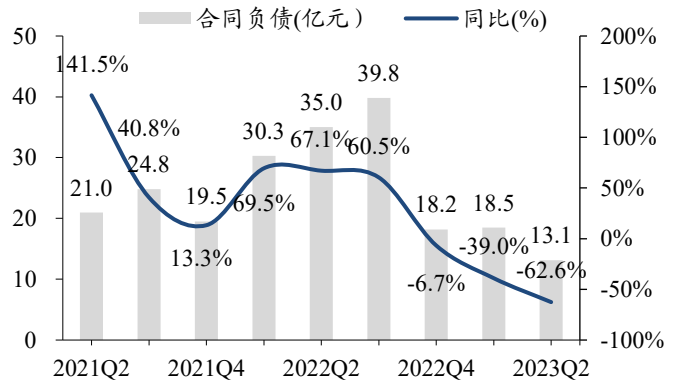
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 69.89 亿元, 同比+79.99%, 环比-11.33% (亿元, %)



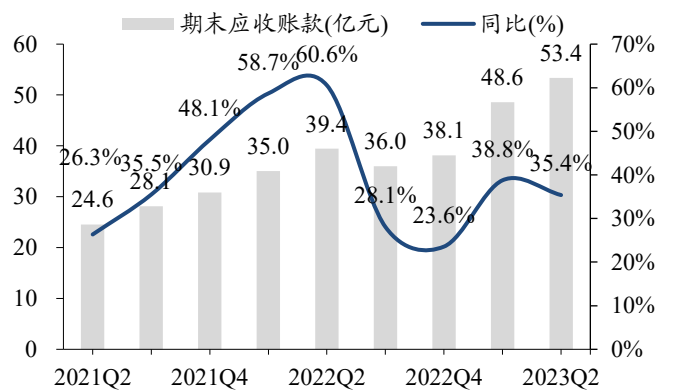
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 13.1 亿元, 同比-62.59%, 环比-29.11% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 53.38 亿元, 同比+35.38%, 环比+9.85% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于产业链价格下行, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预

测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 101/120/138 亿元（2024/2025 年前值为 126/145 亿元），同增 48%/19%/15%，基于公司硅片龙头地位，N 型出货占比高，价格具备优势，石英砂保障带来成本端优势，同时电池组件逐步落地，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期，原材料价格波动，竞争加剧。

## TCL 中环三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>31,830</b>	<b>55,329</b>	<b>65,200</b>	<b>80,104</b>	<b>营业总收入</b>	<b>67,010</b>	<b>97,317</b>	<b>109,184</b>	<b>133,715</b>
货币资金及交易性金融资产	14,674	31,894	37,680	47,283	营业成本(含金融类)	55,067	77,980	85,915	107,325
经营性应收款项	7,885	13,713	16,050	19,516	税金及附加	249	341	360	401
存货	6,430	7,261	8,953	10,722	销售费用	277	389	415	468
合同资产	315	457	546	649	管理费用	908	1,304	1,365	1,605
其他流动资产	2,525	2,004	1,971	1,935	研发费用	2,923	4,191	4,586	5,349
<b>非流动资产</b>	<b>77,304</b>	<b>85,555</b>	<b>93,420</b>	<b>98,427</b>	财务费用	792	1,670	2,125	2,037
长期股权投资	6,911	8,411	10,052	11,623	加:其他收益	370	341	328	334
固定资产及使用权资产	46,149	53,252	57,884	59,786	投资净收益	1,752	973	568	695
在建工程	13,962	11,977	11,386	10,432	公允价值变动	56	0	0	0
无形资产	3,664	4,564	5,124	5,674	减值损失	(1,579)	(305)	(186)	(245)
商誉	215	215	215	215	资产处置收益	(67)	(13)	(22)	(13)
长期待摊费用	321	421	416	411	<b>营业利润</b>	<b>7,325</b>	<b>12,437</b>	<b>15,106</b>	<b>17,302</b>
其他非流动资产	6,084	6,716	8,343	10,287	营业外净收支	124	(17)	(23)	(25)
<b>资产总计</b>	<b>109,134</b>	<b>140,884</b>	<b>158,620</b>	<b>178,531</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,449</b>	<b>12,420</b>	<b>15,083</b>	<b>17,277</b>
<b>流动负债</b>	<b>23,020</b>	<b>33,192</b>	<b>36,397</b>	<b>43,869</b>	减:所得税	376	1,191	1,810	2,073
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,986	2,300	2,760	3,312	<b>净利润</b>	<b>7,073</b>	<b>11,230</b>	<b>13,273</b>	<b>15,204</b>
经营性应付款项	16,576	22,433	25,657	31,078	减:少数股东损益	254	1,123	1,288	1,444
合同负债	1,818	5,849	4,828	5,875	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,819</b>	<b>10,107</b>	<b>11,986</b>	<b>13,759</b>
其他流动负债	1,639	2,611	3,152	3,604	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	2.50	2.96	3.40
非流动负债	39,054	49,403	50,660	47,896	EBIT	6,432	13,111	16,543	18,567
长期借款	31,911	41,911	43,143	40,359	EBITDA	11,013	20,316	24,854	27,971
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.82	19.87	21.31	19.74
租赁负债	4,384	4,634	4,659	4,679	归母净利率(%)	10.18	10.39	10.98	10.29
其他非流动负债	2,759	2,857	2,857	2,857	收入增长率(%)	63.02	45.23	12.19	22.47
<b>负债合计</b>	<b>62,074</b>	<b>82,595</b>	<b>87,057</b>	<b>91,764</b>	归母净利润增长率(%)	69.21	48.22	18.59	14.80
归属母公司股东权益	37,618	47,724	59,710	73,469					
少数股东权益	9,442	10,565	11,853	13,297					
<b>所有者权益合计</b>	<b>47,060</b>	<b>58,289</b>	<b>71,563</b>	<b>86,766</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>109,134</b>	<b>140,884</b>	<b>158,620</b>	<b>178,531</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,057	24,193	21,859	27,682	每股净资产(元)	11.63	14.76	18.46	22.72
投资活动现金流	(16,292)	(16,434)	(15,840)	(13,953)	最新发行在外股份(百万股)	4,043	4,043	4,043	4,043
筹资活动现金流	10,654	7,461	(533)	(4,426)	ROIC(%)	8.16	12.25	12.70	12.70
现金净增加额	(382)	15,220	5,485	9,303	ROE-摊薄(%)	18.13	21.18	20.07	18.73
折旧和摊销	4,582	7,205	8,311	9,404	资产负债率(%)	56.88	58.63	54.88	51.40
资本开支	(11,208)	(13,205)	(12,845)	(10,838)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.69	9.91	8.35	7.28
营运资本变动	(7,468)	2,658	(2,212)	785	P/B(现价)	2.13	1.68	1.34	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>