

TCL 中环 (002129.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

硅片出货持续增长，行业竞争加剧盈利承压

业绩简评

4月26日公司披露2023年报及2024年一季报，2023年实现营收591.46亿元，同比-11.7%，实现归母净利34.16亿元，同比-49.9%；其中Q4实现营收104.92亿元，同比-38.9%，环比-23.7%，实现归母净利-27.72亿元，同比-252.5%、环比-267.8%。

1Q24实现营收99.33亿元，同比-43.6%，环比-5.3%，实现归母净利润-8.8亿元，同比-139.0%。

经营分析

硅片出货持续增长，先进产能规模行业领先。2023年公司硅片出货114GW，同比+68%，硅片整体市占率23.4%，其中海外硅片外销市场占比65%，N型市占率36.4%，保持外销市占第一。公司持续推进技术创新和工业4.0柔性制造，提升先进产能规模，2023年末公司晶体产能达183GW，有望推动公司出货持续增长。1Q24公司硅片出货同比增长40%至35GW，其中N型及大尺寸（210系列）占比进一步提升至88%、N型210外销市占率90%以上，持续保持行业领先地位。

硅片产品降价盈利承压，资产减值、公允价值变动影响公司业绩。23年四季度起光伏产业链竞争加剧，硅片价格大幅波动，23Q4公司毛利率环比下降15.9pct至6.94%，24Q1进一步下降至5.56%。此外，加州分布式光伏新规、美国持续高利率等因素导致参股公司Moxon业绩及股价大幅下跌，公司确认资产减值损失、公允价值变动损失10.1、4.4亿元，同时2023年公司按照权益法合并确认Moxon投资亏损3.4亿、收到可转债利息收入1.08亿，合计对公司业绩带来负向影响16.9亿元。

技术工艺、产能布局行业领先，有望巩固龙头地位。公司硅片环节技术及工艺持续保持领先，2023年末全成本领先行业次优约0.03元/W，在硅片环节盈利承压的背景下，有望实现优于行业其他企业的盈利水平。此外，公司持续推动光伏产业全球化战略，积极评估、探索全球重点国家或区域的产业布局项目（如美国、欧洲、中东等），有望凭借全球化布局优势持续巩固龙头地位。

盈利预测、估值与评级

根据我们对硅片价格和竞争格局的预测，下调2024-2025年净利润至28（-71%）、37（-71%）亿元，新增2026年预测44亿元，当前股价对应PE分别为14/11/9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

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.96元

相关报告：

- 《TCL中环公司点评：硅片盈利持稳，全球化战略加速推进》，2023.10.26
- 《TCL中环公司点评：硅片盈利维持高位，再显龙头优势》，2023.8.29
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	67,010	59,146	47,210	54,447	61,575
营业收入增长率	63.02%	-11.74%	-20.18%	15.33%	13.09%
归母净利润(百万元)	6,819	3,416	2,807	3,686	4,365
归母净利润增长率	69.21%	-49.90%	-17.84%	31.33%	18.41%
摊薄每股收益(元)	2.109	0.845	0.694	0.912	1.080
每股经营性现金流净额	1.56	1.28	2.62	2.75	3.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.13%	8.23%	6.47%	8.02%	8.90%
P/E	17.86	18.51	14.35	10.92	9.23
P/B	3.24	1.52	0.93	0.88	0.82

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	41,105	67,010	59,146	47,210	54,447	61,575	货币资金	10,746	10,167	10,020	13,553	14,748	17,689
增长率		63.0%	-11.7%	-20.2%	15.3%	13.1%	应收款项	5,422	5,154	8,485	9,806	11,309	12,790
主营业务成本	-32,190	-55,067	-47,171	-39,486	-45,539	-51,547	存货	3,129	6,430	8,164	6,967	7,860	8,897
%销售收入	78.3%	82.2%	79.8%	83.6%	83.6%	83.7%	其他流动资产	5,161	10,079	7,959	7,048	7,827	8,163
毛利	8,914	11,943	11,976	7,724	8,909	10,028	流动资产	24,459	31,830	34,627	37,374	41,744	47,539
%销售收入	21.7%	17.8%	20.2%	16.4%	16.4%	16.3%	%总资产	31.4%	29.2%	27.7%	29.7%	32.3%	35.5%
营业税金及附加	-171	-249	-278	-472	-544	-616	长期投资	5,891	9,198	4,050	3,850	3,850	3,850
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	38,726	55,585	67,247	63,629	63,011	61,893
销售费用	-131	-277	-427	-472	-544	-616	%总资产	49.7%	50.9%	53.8%	50.6%	48.7%	46.2%
%销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	4,563	5,206	7,303	7,649	7,977	8,285
管理费用	-992	-908	-1,432	-1,133	-1,307	-1,478	非流动资产	53,521	77,304	90,436	88,320	87,679	86,538
%销售收入	2.4%	1.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	68.6%	70.8%	72.3%	70.3%	67.7%	64.5%
研发费用	-1,859	-2,923	-2,125	-1,180	-1,361	-1,539	资产总计	77,979	109,134	125,063	125,694	129,423	134,077
%销售收入	4.5%	4.4%	3.6%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	7,975	2,986	4,711	3,500	3,500	3,500
息税前利润 (EBIT)	5,762	7,586	7,713	4,466	5,152	5,779	应付款项	9,334	17,059	15,726	15,895	18,331	20,750
%销售收入	14.0%	11.3%	13.0%	9.5%	9.5%	9.4%	其他流动负债	3,135	2,975	1,886	1,911	2,229	2,524
财务费用	-840	-792	-904	-1,084	-1,128	-1,109	流动负债	20,444	23,020	22,324	21,306	24,060	26,774
%销售收入	2.0%	1.2%	1.5%	2.3%	2.1%	1.8%	长期贷款	12,633	31,911	35,482	35,482	35,482	35,482
资产减值损失	-1,167	-1,579	-2,980	-670	-277	-125	其他长期负债	3,233	7,143	7,020	6,759	5,154	4,038
公允价值变动收益	0	56	-450	30	30	30	负债	36,310	62,074	64,826	63,546	64,696	66,294
投资收益	1,168	1,752	751	100	100	100	普通股股东权益	31,672	37,618	41,484	43,394	45,974	49,029
%税前利润	23.4%	23.5%	16.5%	3.0%	2.3%	1.9%	其中：股本	3,232	3,234	4,043	4,043	4,043	4,043
营业利润	5,006	7,325	4,565	3,312	4,347	5,145	未分配利润	7,254	13,246	16,338	18,303	20,883	23,938
营业利润率	12.2%	10.9%	7.7%	7.0%	8.0%	8.4%	少数股东权益	9,997	9,442	18,753	18,753	18,753	18,753
营业外收支	-6	124	-21	-10	-10	-10	负债股东权益合计	77,979	109,134	125,063	125,694	129,423	134,077
税前利润	5,000	7,449	4,544	3,302	4,337	5,135	比率分析						
利润率	12.2%	11.1%	7.7%	7.0%	8.0%	8.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-565	-376	-645	-495	-650	-770	每股指标						
所得税率	11.3%	5.1%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.247	2.109	0.845	0.694	0.912	1.080
净利润	4,435	7,073	3,899	2,807	3,686	4,365	每股净资产	9.800	11.633	10.260	10.733	11.371	12.127
少数股东损益	406	254	483	0	0	0	每股经营现金净流	1.325	1.564	1.281	2.617	2.754	3.119
归属于母公司的净利润	4,030	6,819	3,416	2,807	3,686	4,365	每股股利	0.110	0.100	0.260	0.208	0.274	0.324
净利率	9.8%	10.2%	5.8%	5.9%	6.8%	7.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.72%	18.13%	8.23%	6.47%	8.02%	8.90%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	5.17%	6.25%	2.73%	2.23%	2.85%	3.26%
净利润	4,435	7,073	3,899	2,807	3,686	4,365	投入资本收益率	8.12%	8.70%	6.53%	3.72%	4.19%	4.56%
少数股东损益	406	254	483	0	0	0	增长率						
非现金支出	4,144	6,161	9,737	6,912	7,068	7,416	主营业务收入增长率	115.70%	63.02%	-11.74%	-20.18%	15.33%	13.09%
非经营收益	70	-709	1,281	1,083	1,134	1,086	EBIT增长率	181.85%	31.65%	1.68%	-42.10%	15.36%	12.16%
营运资金变动	-4,367	-7,468	-9,735	-220	-751	-257	净利润增长率	270.03%	69.21%	-49.90%	-17.84%	31.33%	18.41%
经营活动现金净流	4,282	5,057	5,181	10,582	11,137	12,609	总资产增长率	32.80%	39.95%	14.60%	0.50%	2.97%	3.60%
资本开支	-5,982	-11,208	-12,035	-2,558	-6,130	-6,190	资产管理能力						
投资	-1,795	-5,169	-825	730	30	30	应收账款周转天数	22.9	18.8	28.5	50.0	50.0	50.0
其他	-49	85	1,764	100	100	100	存货周转天数	29.9	31.7	56.5	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-7,826	-16,292	-11,096	-1,728	-6,000	-6,060	应付账款周转天数	62.8	61.8	90.2	100.0	100.0	100.0
股权募资	10,090	462	2,227	-63	0	0	固定资产周转天数	263.0	226.7	331.3	410.2	348.2	298.3
债权募资	1,165	14,279	6,630	-1,244	0	0	偿债能力						
其他	-1,985	-4,087	-4,151	-2,092	-2,330	-2,485	净负债/股东权益	20.71%	42.97%	43.65%	35.80%	32.53%	26.73%
筹资活动现金净流	9,270	10,654	4,706	-3,399	-2,330	-2,485	EBIT利息保障倍数	6.9	9.6	8.5	4.1	4.6	5.2
现金净流量	5,700	-382	-1,208	5,455	2,807	4,064	资产负债率	46.56%	56.88%	51.83%	50.56%	49.99%	49.44%

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
买入	1	5	9	13	39
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.07	1.00

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
7	2023-08-29	买入	24.77	N/A
8	2023-10-26	买入	19.02	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806