

# TCL 中环 (002129)

## 2023 年报点评: 硅片出货保持高增, 竞争加剧盈利承压

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

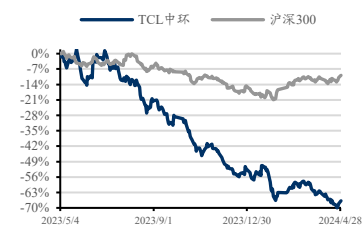
执业证书: S0600122080018  
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	67,010	59,146	56,817	71,667	84,772
同比 (%)	63.02	(11.74)	(3.94)	26.14	18.29
归母净利润 (百万元)	6,819	3,416	1,843	2,623	3,814
同比 (%)	69.21	(49.90)	(46.05)	42.34	45.40
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.69	0.84	0.46	0.65	0.94
P/E (现价&最新摊薄)	6.19	12.36	22.90	16.09	11.07

### 投资要点

- **事件:** 公司 2023 年营收 591.46 亿元, 同比减少 11.74%; 归母净利润 34.16 亿元, 同比减少 49.9%; 其中 2023Q4 归母净利润-27.72 亿元, 同减 252.48%, 环减 267.84%, 扣非归母净利润-27.34 亿元, 同减 282.32%, 环减 282.27%。
- **硅片保持高增、竞争加剧盈利承压。** 公司 2023 年硅片出货 114GW, 同增 68%; 硅片市占率约 23.4%, N 型市占率 36.4%, 保持外销第一。2023Q4 出货约 29GW, 同增 65%/环降 13%, 因 Q4 竞争加剧+P 型甩货, Q4 基本盈亏平衡; 组件全年出货 8.6GW, 同增 29.8%; 2023Q4/2024Q1 出货 3.4/1.6GW, 整体延续亏损。2024Q1 硅片出货约 35GW, 环增 21%, 行业产能过剩+硅片累库、盈利略亏; 硅片开工率分化+价格大幅下行, 盈利已达底部, 预计 2024H2 或出现二三线出清信号, 有望盈利改善。预计公司 2024 年出货 130GW+, 维持龙头地位。
- **产能审慎布局、加强全球发展。** 2023 年底硅片产能 183GW, 保持头部地位; 电池组件方面, 江苏已投产差异化 TOPCon 产线, 实现去银化降本; 2023 年底叠瓦组件产能 18GW, 2023Q4 完成叠瓦 4.0 产品研发并实现量产。同时计划在沙特建设晶体晶片产能, 一期设计 20GW; 参股公司 Maxeon 拥有 IBC 电池及叠瓦组件专利, 具备东南亚、墨西哥产能, 并计划在美国建设 3GW TOPCon 电池组件产能; 全球化布局进一步深化。
- **存货有所下降、产业降价影响经营性现金。** 2024Q1 公司存货约 74.8 亿元, 环降约 7 亿元; 经营性净现金流约 3 亿元, 同降 71%/环降 81%; 主要系产业价格下行收入减少, 影响现金。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到竞争加剧硅片盈利持续下行, 我们下调 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润 18/26/38 亿元 (2024-2025 前值 31/45 亿元), 同比 -46%/+42%/+45%, 对应当前 PE 为 23/16/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、原材料价格波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.84
一年最低/最高价	9.57/42.86
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	43,790.56
总市值(百万元)	43,827.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.04
资产负债率(% ,LF)	52.56
总股本(百万股)	4,043.12
流通 A 股(百万股)	4,039.72

### 相关研究

《TCL 中环(002129): 2023 年业绩预告: 硅片出货全年高增, 盈利中枢逐渐下行》

2024-01-29

《TCL 中环(002129): 2023 年三季度报点评: 硅片出货持续增长, 盈利保持稳健》

2023-10-26

## TCL 中环三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>34,627</b>	<b>43,642</b>	<b>49,609</b>	<b>54,154</b>	<b>营业总收入</b>	<b>59,146</b>	<b>56,817</b>	<b>71,667</b>	<b>84,772</b>
货币资金及交易性金融资产	13,898	29,664	27,629	30,752	营业成本(含金融类)	47,171	48,533	61,765	73,066
经营性应收款项	8,193	8,217	10,928	12,733	税金及附加	278	199	237	254
存货	8,164	4,107	8,091	8,216	销售费用	427	284	287	297
合同资产	344	267	358	411	管理费用	1,432	1,023	1,147	1,187
其他流动资产	4,030	1,387	2,603	2,042	研发费用	2,125	2,329	2,723	3,052
<b>非流动资产</b>	<b>90,436</b>	<b>93,580</b>	<b>96,369</b>	<b>97,967</b>	财务费用	904	1,907	2,382	2,329
长期股权投资	2,072	3,572	1,903	1,818	加:其他收益	464	284	358	424
固定资产及使用权资产	59,193	64,358	67,130	67,220	投资净收益	751	57	72	85
在建工程	13,566	11,740	11,244	10,346	公允价值变动	(450)	0	0	0
无形资产	4,341	5,241	5,801	6,351	减值损失	(2,980)	(593)	(218)	(273)
商誉	1,395	1,395	1,395	1,395	资产处置收益	(29)	(7)	(14)	(8)
长期待摊费用	480	580	575	570	<b>营业利润</b>	<b>4,565</b>	<b>2,282</b>	<b>3,324</b>	<b>4,814</b>
其他非流动资产	9,388	6,695	8,322	10,266	营业外净收支	(21)	(17)	(23)	(25)
<b>资产总计</b>	<b>125,063</b>	<b>137,222</b>	<b>145,978</b>	<b>152,121</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,544</b>	<b>2,265</b>	<b>3,301</b>	<b>4,789</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,324</b>	<b>21,460</b>	<b>26,054</b>	<b>30,745</b>	减:所得税	645	217	396	575
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,711	2,300	2,760	3,312	<b>净利润</b>	<b>3,899</b>	<b>2,048</b>	<b>2,905</b>	<b>4,215</b>
经营性应付款项	15,376	13,962	18,445	21,611	减:少数股东损益	483	205	282	400
合同负债	1,070	3,640	2,694	3,441	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,416</b>	<b>1,843</b>	<b>2,623</b>	<b>3,814</b>
其他流动负债	1,167	1,558	2,155	2,382	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	0.46	0.65	0.94
非流动负债	42,502	53,478	54,735	51,971	EBIT	6,219	4,448	5,509	6,916
长期借款	35,482	45,482	46,714	43,930	EBITDA	12,976	13,395	15,552	18,046
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.25	14.58	13.82	13.81
租赁负债	5,437	5,687	5,712	5,732	归母净利率(%)	5.78	3.24	3.66	4.50
其他非流动负债	1,583	2,309	2,309	2,309	收入增长率(%)	(11.74)	(3.94)	26.14	18.29
<b>负债合计</b>	<b>64,826</b>	<b>74,937</b>	<b>80,788</b>	<b>82,716</b>	归母净利润增长率(%)	(49.90)	(46.05)	42.34	45.40
归属母公司股东权益	41,484	43,327	45,950	49,764					
少数股东权益	18,753	18,958	19,240	19,640					
<b>所有者权益合计</b>	<b>60,237</b>	<b>62,285</b>	<b>65,190</b>	<b>69,405</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>125,063</b>	<b>137,222</b>	<b>145,978</b>	<b>152,121</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,181	21,470	11,435	20,371	每股净资产(元)	10.26	10.72	11.37	12.31
投资活动现金流	(11,096)	(14,037)	(13,018)	(12,903)	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	4,706	6,334	(752)	(4,645)	ROIC(%)	5.55	3.63	4.11	5.01
现金净增加额	(1,208)	13,767	(2,335)	2,823	ROE-摊薄(%)	8.23	4.25	5.71	7.66
折旧和摊销	6,757	8,946	10,043	11,130	资产负债率(%)	51.83	54.61	55.34	54.38
资本开支	(12,035)	(13,120)	(12,837)	(10,833)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.36	22.90	16.09	11.07
营运资本变动	(9,735)	7,621	(4,166)	2,372	P/B (现价)	1.02	0.97	0.92	0.85

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>