



买入(维持)

所属行业: 电力设备/光伏设备
当前价格(元): 10.78

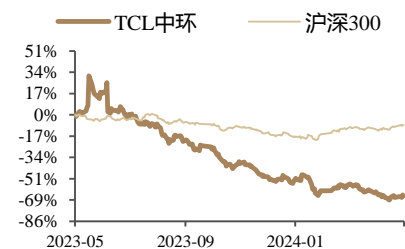
证券分析师

彭广春

资格编号: S0120522070001

邮箱: penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.50	-19.55	-10.69
相对涨幅(%)	-11.11	-22.98	-19.64

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《TCL 中环(002129.SZ) 23 年三季报点评: 产能规模持续提升, 多线并进发展》, 2023.11.8
- 《TCL 中环(002129.SZ): 赛道引领者, 产能稳步扩张》, 2023.9.21

TCL 中环(002129.SZ) 业绩点评: 盈利阶段性承压, 硅片出货保持高增, 持续推动降本增效

投资要点

- 事件: 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报。**4 月 25 日, 公司发布 2023 年年报, 实现营业收入 591.46 亿元, 同比减少 11.74%; 实现归属于上市公司股东的净利润 34.16 亿元, 同比减少 49.90%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 25.75 亿元, 同比减少 60.28%。同时, 公司发布 2024 年一季报, 一季度实现营业收入 99.33 亿元, 同比减少 43.62%; 实现归属于上市公司股东的净利润-8.80 亿元, 同比减少 139.05%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-10.38 亿元, 同比减少 146.78%。
- 硅片出货快速增长, N 型硅片市占率保持领先。**2023 年, 公司光伏材料出货约 114GW, 同比增长 68%, 硅片整体市占率 23.4%。其中, 大尺寸(210 系列)外销市场占比 60%, 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。至 2023 年末, 公司晶体产能达 183GW。全年公司光伏材料板块实现营业收入 437.91 亿元, 综合毛利率同比提升 2.8%至 21.8%。2024 年一季度, 公司光伏材料出货约 34.95GW, 同比增长 40%; N 型及大尺寸(210 系列)产品出货占比 88%, 其中 N 型 210 外销市占率 90%以上, 持续保持领先地位。
- 持续提升产品技术、效率与成本优势。**2023 年, 公司光伏材料业务围绕生产方式、材料、工艺、运营等工作加速技术创新和工艺创新, 提高相对竞争力。至 2023 年末, 公司晶体人均劳动生产率 25MW/人/年, 较行业次优领先 71%、晶片人均劳动生产率 27MW/人/年, 较行业次优领先 98%; N 型产品实现单台月产领先行业次优约 11.6%、公斤出片数领先行业次优约 1.9 片。至 2023 年末, 公司全成本领先行业次优约 0.03 元/W, 构建了海外壁垒市场实施在地化制造的工业基础。
- 持续加大组件业务布局, 叠瓦组件产品全面迭代。**2023 年, 公司光伏组件出货 8.6GW, 同比增长 29.8%。得益于叠瓦 3.0 及最新研发推出的 4.0 产品迭代、制造方式升级, 光伏电池及组件业务板块实现营业收入 93.09 亿元。2023 年, 公司完成叠瓦 3.0 产品全面迭代, 四季度完成叠瓦 4.0 产品研发并实现量产。叠瓦 4.0 产品面向不同应用场景, 采用全新设计, 充分发挥“密排”优势, 叠瓦主流产品功率较竞手领先两档及以上, 效率领先 0.2%以上, 实现成本下降, 进一步完善了叠瓦系列产品的知识产权库建设, 至 2023 年末, 高效叠瓦组件产能达到 18GW。2024 年一季度, 公司光伏组件出货 1.6GW, 同比增长约 16.8%。
- 海外参股公司 Maxeon 减值计提拖累公司业绩。**公司参股公司 Maxeon 产品主要市场所在地欧美地区受光伏产品价格快速下行、光伏补贴政策调整及高利率环境等影响, 及自身经营转型较慢, 2023 年内业绩及股价均大幅下跌。基于审慎原则, 公司对与其相关的长期股权投资和金融资产分别确认了资产减值损失 10.1 亿元和公允价值变动损失 4.4 亿元, 给公司业绩带来较大负面影响。
- 投资建议。**在当前股本下, 结合公司盈利能力及行业供需情况, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 21.13/32.33/40.28 亿元, 对应 PE 为 20.62X/13.48X/10.82X, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 技术更迭风险, 原材料价格波动风险, 境外经营风险, 行业竞争加剧风险, 需求不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	4,043.12
流通 A 股(百万股):	4,039.72
52 周内股价区间(元):	9.79-40.86
总市值(百万元):	43,584.79
总资产(百万元):	124,932.82
每股净资产(元):	10.04

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	67,010	59,146	49,103	64,199	80,913
(+/-)YOY(%)	63.0%	-11.7%	-17.0%	30.7%	26.0%
净利润(百万元)	6,819	3,416	2,113	3,233	4,028
(+/-)YOY(%)	69.2%	-49.9%	-38.1%	53.0%	24.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.69	0.84	0.52	0.80	1.00
毛利率(%)	18.2%	20.2%	15.8%	15.8%	15.9%
净资产收益率(%)	18.1%	8.2%	4.8%	6.9%	8.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.85	0.52	0.80	1.00
每股净资产	10.26	10.79	11.59	12.39
每股经营现金流	1.28	2.68	2.97	3.32
每股股利	0.26	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	18.36	20.62	13.48	10.82
P/B	1.52	1.00	0.93	0.87
P/S	0.74	0.89	0.68	0.54
EV/EBITDA	7.62	7.27	6.19	5.60
股息率%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.2%	15.8%	15.8%	15.9%
净利润率	6.6%	4.9%	5.7%	5.7%
净资产收益率	8.2%	4.8%	6.9%	8.0%
资产回报率	2.7%	1.6%	2.3%	2.6%
投资回报率	5.0%	3.8%	4.8%	5.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-11.7%	-17.0%	30.7%	26.0%
EBIT 增长率	-3.3%	-20.2%	34.6%	17.9%
净利润增长率	-49.9%	-38.1%	53.0%	24.6%
偿债能力指标				
资产负债率	51.8%	51.2%	52.9%	54.4%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.1	36.3	29.1	29.5
存货周转天数	55.7	66.7	55.0	55.9
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.3	0.9	1.1	1.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,416	2,113	3,233	4,028
少数股东损益	483	299	457	569
非现金支出	9,737	6,363	6,828	7,318
非经营收益	1,281	1,847	2,036	2,092
营运资金变动	-9,735	200	-548	-580
经营活动现金流	5,181	10,822	12,006	13,427
资产	-12,035	-12,008	-11,052	-11,060
投资	-825	-1,002	-2	-1,002
其他	1,764	751	592	759
投资活动现金流	-11,096	-12,259	-10,462	-11,303
债权募资	6,630	3,184	4,100	4,100
股权募资	2,227	34	0	0
其他	-4,151	-2,417	-2,626	-3,649
融资活动现金流	4,706	800	1,474	451
现金净流量	-1,208	-637	3,018	2,574

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,146	49,103	64,199	80,913
营业成本	47,171	41,335	54,024	68,050
毛利率%	20.2%	15.8%	15.8%	15.9%
营业税金及附加	278	221	289	364
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	427	344	449	728
营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%
管理费用	1,432	1,129	1,284	2,023
管理费用率%	2.4%	2.3%	2.0%	2.5%
研发费用	2,125	1,768	2,311	2,913
研发费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EBIT	6,219	4,965	6,682	7,877
财务费用	904	2,161	2,391	2,531
财务费用率%	1.5%	4.4%	3.7%	3.1%
资产减值损失	-3,015	90	90	90
投资收益	751	491	642	809
营业利润	4,565	2,825	4,310	5,366
营业外收支	-21	-20	-20	-20
利润总额	4,544	2,805	4,290	5,346
EBITDA	12,976	11,418	13,600	15,285
所得税	645	393	601	748
有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	483	299	457	569
归属母公司所有者净利润	3,416	2,113	3,233	4,028

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,020	9,383	12,401	14,976
应收账款及应收票据	5,416	4,496	5,879	7,409
存货	8,164	7,154	9,350	11,777
其它流动资产	11,028	11,013	12,203	14,541
流动资产合计	34,627	32,046	39,833	48,703
长期股权投资	2,072	2,572	3,072	3,572
固定资产	53,681	56,018	56,889	57,271
在建工程	13,566	15,566	17,566	19,566
无形资产	4,341	4,841	5,341	5,841
非流动资产合计	90,436	96,298	101,021	105,255
资产总计	125,063	128,344	140,855	153,959
短期借款	250	350	450	550
应付票据及应付账款	15,376	13,473	17,610	22,181
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,698	5,469	6,054	6,698
流动负债合计	22,324	19,293	24,114	29,429
长期借款	35,482	38,482	41,482	44,482
其它长期负债	7,020	7,879	8,879	9,879
非流动负债合计	42,502	46,361	50,361	54,361
负债总计	64,826	65,654	74,475	83,790
实收资本	4,043	4,043	4,043	4,043
普通股股东权益	41,484	43,638	46,871	50,091
少数股东权益	18,753	19,052	19,509	20,078
负债和所有者权益合计	125,063	128,344	140,855	153,959

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。