

TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

竞争加剧盈利承压，海外布局提升竞争力

业绩简评

8月24日公司披露2024年中报，上半年实现营收162亿元，同比-54%，实现归母净利-30.64亿元、扣非归母净利润-34.89亿元，同比转亏。其中Q2实现营收63亿元，同比-64%，环比-37%，实现归母净利润-21.84亿元、扣非归母净利润-24.5亿元，同比转亏。

经营分析

硅片出货持续增长，价格承压亏损加大。上半年公司硅片出货62GW，同比+18.3%，硅片综合市占率23.5%、居行业第一，其中N型外销市占率42%，较2023年提升6PCT。上半年行业供需失衡加剧，公司降本不及市场价格下跌速度，硅片业务盈利能力显著下降，叠加电池组件业务板块相对竞争力不足，Q2销售毛利率下降至-15.99%。

资产减值、参股公司亏损影响公司业绩表现。上半年公司计提减值13.71亿元，其中存货跌价准备13.66亿元，随着产业链价格底部企稳，预计后续对利润影响减弱。上半年公司参股公司Maxeon产品主要市场所在地欧美地区光伏产品价格快速下行、光伏补贴政策调整、并维持高利率环境，Maxeon经营转型较慢，报告期内业绩及股价均大幅下跌，导致公司亏损加剧。

技术工艺保持行业领先。公司硅片环节技术及工艺持续保持领先，据中报披露，至报告期末，公司N型产品实现单台月产领先行业次优约12.3%、公斤出片数领先行业次优约1.15片，在单位折旧偏高的背景下全成本领先行业次优约0.033元/W。

积极推进海外布局提升竞争力。公司审慎但坚定地推动全球化战略，7月16日公告与沙特阿拉伯公共投资基金(PIF)子公司RELC、Vision Industries签署《股东协议》，拟共同投资20.8亿美元建设20GW光伏晶体晶片项目，其中公司持股40%，有望成为海外最大规模的晶体晶片工厂，有效辐射中东、北非及欧洲市场，加强公司全球竞争力。此外，公司拟通过可转债、定增等一揽子重组交易实现控股Maxeon，通过全球范围内生产与渠道的相互促进和协同赋能，提升全球化布局(尤其是北美地区)的竞争优势。

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2024-2026年净利润至-47(前次28)、15(-59%)、26(-39%)亿元，考虑到硅片环节业绩承压背景下公司仍维持制造端优势，同时积极推动海外产能布局加强全球竞争力，下调至“增持”评级。

风险提示

行业需求不及预期，行业竞争加剧，国际贸易风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

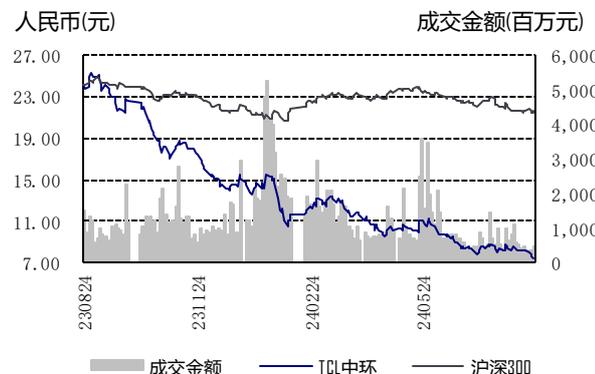
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.39 元

相关报告：

- 《TCL 中环公司点评：硅片出货持续增长，行业竞争加剧盈利承压》，2024.4.26
- 《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



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	29,581	38,196	43,248
营业收入增长率	63.02%	-11.74%	-49.99%	29.12%	13.23%
归母净利润(百万元)	6,819	3,416	-4,729	1,508	2,649
归母净利润增长率	69.21%	-49.90%	N/A	N/A	75.67%
摊薄每股收益(元)	2.109	0.845	-1.170	0.373	0.655
每股经营性现金流净额	1.56	1.28	0.78	2.71	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.13%	8.23%	-12.40%	3.85%	6.46%
P/E	17.86	18.51	-6.32	19.81	11.28
P/B	3.24	1.52	0.78	0.76	0.73

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	29,581	38,196	43,248	货币资金	10,746	10,167	10,020	8,276	9,955	11,889	
增长率		63.0%	-11.7%	-50.0%	29.1%	13.2%	应收款项	5,422	5,154	8,485	8,135	7,915	8,962	
主营业务成本	-32,190	-55,067	-47,171	-30,832	-33,144	-36,720	存货	3,129	6,430	8,164	4,730	5,212	5,915	
%销售收入	78.3%	82.2%	79.8%	104.2%	86.8%	84.9%	其他流动资产	5,161	10,079	7,959	10,885	11,004	11,198	
毛利	8,914	11,943	11,976	-1,250	5,052	6,528	流动资产	24,459	31,830	34,627	32,027	34,086	37,964	
%销售收入	21.7%	17.8%	20.2%	n.a	13.2%	15.1%	%总资产	31.4%	29.2%	27.7%	26.1%	27.4%	29.9%	
营业税金及附加	-171	-249	-278	-296	-382	-432	长期投资	5,891	9,198	4,050	4,356	4,356	4,356	
%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	65,929	65,311	64,193	
销售费用	-131	-277	-427	-385	-458	-432	%总资产	49.7%	50.9%	53.8%	53.7%	52.5%	50.5%	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	1.3%	1.2%	1.0%	无形资产	4,563	5,206	7,303	7,372	7,699	8,008	
管理费用	-992	-908	-1,432	-1,035	-1,260	-1,341	非流动资产	53,521	77,304	90,436	90,849	90,208	89,067	
%销售收入	2.4%	1.4%	2.4%	3.5%	3.3%	3.1%	%总资产	68.6%	70.8%	72.3%	73.9%	72.6%	70.1%	
研发费用	-1,859	-2,923	-2,125	-621	-802	-908	资产总计	77,979	109,134	125,063	122,876	124,295	127,031	
%销售收入	4.5%	4.4%	3.6%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	7,975	2,986	4,711	4,000	4,000	4,000	
息税前利润 (EBIT)	5,762	7,586	7,713	-3,587	2,149	3,414	应付款项	9,334	17,059	15,726	14,944	16,067	17,800	
%销售收入	14.0%	11.3%	13.0%	n.a	5.6%	7.9%	其他流动负债	3,135	2,975	1,886	644	1,487	1,754	
财务费用	-840	-792	-904	-1,112	-1,142	-1,048	流动负债	20,444	23,020	22,324	19,587	21,554	23,553	
%销售收入	2.0%	1.2%	1.5%	3.8%	3.0%	2.4%	长期贷款	12,633	31,911	35,482	39,675	39,675	39,675	
资产减值损失	-1,167	-1,579	-2,980	-1,243	47	10	其他长期负债	3,233	7,143	7,020	6,742	5,138	4,020	
公允价值变动收益	0	56	-450	-100	10	10	负债	36,310	62,074	64,826	66,004	66,366	67,248	
投资收益	1,168	1,752	751	-150	80	100	普通股股东权益	31,672	37,618	41,484	38,119	39,175	41,029	
%税前利润	23.4%	23.5%	16.5%	n.a	4.5%	3.2%	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	-5,743	1,594	2,937	未分配利润	7,254	13,246	16,338	13,028	14,084	15,938	
营业利润率	12.2%	10.9%	7.7%	n.a	4.2%	6.8%	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	180	180	180	负债股东权益合计	77,979	109,134	125,063	122,876	124,295	127,031	
税前利润	5,000	7,449	4,544	-5,563	1,774	3,117	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	12.2%	11.1%	7.7%	n.a	4.6%	7.2%	每股指标							
所得税	-565	-376	-645	834	-266	-468	每股收益	1.247	2.109	0.845	-1.170	0.373	0.655	
所得税率	11.3%	5.1%	14.2%	n.a	15.0%	15.0%	每股净资产	9.800	11.633	10.260	9.428	9.689	10.148	
净利润	4,435	7,073	3,899	-4,729	1,508	2,649	每股经营现金净流	1.325	1.564	1.281	0.785	2.712	2.736	
少数股东损益	406	254	483	0	0	0	每股股利	0.110	0.100	0.260	-0.351	0.112	0.197	
归属于母公司的净利润	4,030	6,819	3,416	-4,729	1,508	2,649	回报率							
净利率	9.8%	10.2%	5.8%	n.a	3.9%	6.1%	净资产收益率	12.72%	18.13%	8.23%	-12.40%	3.85%	6.46%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.17%	6.25%	2.73%	-3.85%	1.21%	2.09%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	8.12%	8.70%	6.53%	-3.01%	1.78%	2.78%	
净利润	4,435	7,073	3,899	-4,729	1,508	2,649	增长率							
少数股东损益	406	254	483	0	0	0	主营业务收入增长率	115.70%	63.02%	-11.74%	-49.99%	29.12%	13.23%	
非现金支出	4,144	6,161	9,737	7,485	6,744	7,281	EBIT增长率	181.85%	31.65%	1.68%	-146.51%	#####	58.88%	
非经营收益	70	-709	1,281	1,356	1,130	1,061	净利润增长率	270.03%	69.21%	-49.90%	N/A	N/A	75.67%	
营运资金变动	-4,367	-7,468	-9,735	-940	1,582	71	总资产增长率	32.80%	39.95%	14.60%	-1.75%	1.15%	2.20%	
经营活动现金净流	4,282	5,057	5,181	3,172	10,964	11,063	资产管理能力							
资本开支	-5,982	-11,208	-12,035	-4,410	-5,960	-6,020	应收账款周转天数	22.9	18.8	28.5	75.0	50.0	50.0	
投资	-1,795	-5,169	-825	-1,925	10	10	存货周转天数	29.9	31.7	56.5	70.0	70.0	70.0	
其他	-49	85	1,764	-150	80	100	应付账款周转天数	62.8	61.8	90.2	130.0	130.0	130.0	
投资活动现金净流	-7,826	-16,292	-11,096	-6,486	-5,870	-5,910	固定资产周转天数	263.0	226.7	331.3	654.7	496.4	424.7	
股权募资	10,090	462	2,227	-63	0	0	偿债能力							
债权募资	1,165	14,279	6,630	3,449	0	0	净负债/股东权益	20.71%	42.97%	43.65%	52.75%	48.89%	44.14%	
其他	-1,985	-4,087	-4,151	105	-1,802	-2,096	EBIT利息保障倍数	6.9	9.6	8.5	-3.2	1.9	3.3	
筹资活动现金净流	9,270	10,654	4,706	3,492	-1,802	-2,096	资产负债率	46.56%	56.88%	51.83%	53.72%	53.39%	52.94%	
现金净流量	5,700	-382	-1,208	178	3,291	3,057								

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	0	2	4	6	28
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.43	1.40	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	2022-09-30	买入	45.25	N/A
2	2022-10-20	买入	43.41	N/A
3	2023-03-29	买入	47.18	N/A
4	2023-04-28	买入	40.40	N/A
5	2023-05-26	买入	41.88	N/A
6	2023-08-29	买入	24.77	N/A
7	2023-10-26	买入	19.02	N/A
8	2024-04-26	买入	9.96	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