

TCL中环（002129）：硅片出货增长持续，产业链跌价影响Q3业绩

——2023 年三季度点评

财务要点：公司披露 2023 年三季度报，实现收入 486.54 亿元，同比减少 2.39%；实现归属上市公司股东净利润 61.88 亿元，同比增长 23.75%。

产业链价格持续下跌影响收入体量，三季度业绩符合预期。今年前三季度，随着产业链价格大幅下跌，终端装机经济性回升，行业需求向好，公司硅片销量也维持增长。但在产销规模同比提升 68% 的情形下，营收却下滑 2.39%，主要是受公司硅片产品售价持续走低的影响。同时公司归母净利增速快于营收增速，主要源于公司产品及成本优势显著，通过先进产能持续释放，G12 和 N 型战略产品供给占比提升，公司产品结构得到进一步优化，在行业竞争加剧的背景下，公司毛利率较去年同期仍提升 5.2bp。截至 630，公司晶体产能达 165GW，硅片市占率全球第一，预计 2023 年末公司晶体产能将达到 180GW，硅片环节规模优势巩固。

坚持差异化、全球化竞争路线。产品方面，通过技术、资源共享，公司与 Moxon 实现了全球范围内生产与渠道的相互促进和协同发展，今年 6 月公司发布了基于 IBC 电池的组件 Moxon7，光电效率达 24.7%，进一步提升公司叠瓦产品差异化的全球竞争力。今年 10 月，公司与 Vision Industries Company 签署《联合开发协议》，共同推进在沙特建设晶体晶片项目，率先打造沙特本土的光伏产业链，为产业全球化、制造本土化奠定基础。

看好公司主业长期发展，穿越行业周期。1) 公司同时专注于大尺寸半导体硅片和光伏硅片的研发生产，研发具有协同优势，凭借不断的工艺优化、技术降本，持续在细分产品领域构建差异化的竞争力。2) 面临行业竞争加剧，在光伏电池组件业务，公司将凭借叠瓦路线，增强差异化竞争力，半导体业务方面，公司将顺应国产替代、加速下游客户拓展。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 77.77/80.71/100.84 亿元，EPS 分别为 1.92/2.00/2.49 元，对应 2023.10.30 收盘价 18.70 元，PE 分别为 9.60/9.25/7.40。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	41,104.69	67,010.16	63,479.06	72,443.90	90,786.87
增长率（%）	115.70%	63.02%	-5.27%	14.12%	25.32%
归母净利润（百万元）	4,029.62	6,818.65	7,777.34	8,071.10	10,083.82
增长率（%）	270.03%	69.21%	14.06%	3.78%	24.94%
净资产收益率（%）	12.72%	18.13%	17.14%	15.10%	15.88%
每股收益(元)	1.00	1.69	1.92	2.00	2.49
PE	18.52	10.95	9.60	9.25	7.40
PB	2.36	1.98	1.64	1.40	1.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2023 年 11 月 1 日

强烈推荐/维持

TCL 中环

公司报告

公司简介：

TCL 中环新能源科技股份有限公司长期专注于新能源光伏产业，主营业务围绕硅材料研发与制造展开，主要产品包括光伏硅片、光伏电池、高效光伏组件，光伏电站等。产品广泛应用于光伏电池、光伏组件及光伏发电等领域。

（资料来源：公司官网及 2022 年年报）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	50.25/17.85
总市值（亿元）	756
流通市值（亿元）	755
总股本/流通 A 股（万股）	404312/403972
流通 B 股/H 股（万股）	
52 周日均换手率	1.14

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	24,458.84	31,829.52	49,832.30	57,708.43	69,456.16	营业收入	41,104.69	67,010.16	63,479.06	72,443.90	90,786.87
货币资金	10,746.31	10,166.56	19,043.72	21,733.17	27,236.06	营业成本	32,190.40	55,066.99	48,856.13	57,047.13	72,742.37
应收账款	5,603.69	5,314.75	7,936.18	9,523.41	11,428.09	营业税金及附加	170.77	248.94	235.82	269.13	337.27
其他应收款	93.28	51.78	154.40	463.21	486.37	营业费用	130.60	277.20	415.81	457.39	503.12
预付款项	1,980.86	2,885.25	3,462.30	4,154.76	4,985.71	管理费用	991.72	908.14	912.68	930.93	977.48
存货	3,129.25	6,430.34	11,574.60	13,889.53	16,667.43	财务费用	839.69	791.92	892.99	924.14	805.08
其他流动资产	2,946.95	6,878.22	7,352.30	7,921.19	8,603.86	研发费用	1,858.81	2,922.82	2,484.40	2,534.09	2,787.50
非流动资产合计	53,520.52	77,304.25	83,051.29	86,218.49	86,058.91	资产减值损失	-1,166.84	-1,579.16	-1,579.24	-1,360.00	-1,360.00
长期股权投资	5,127.80	6,910.51	7,210.51	7,610.51	8,010.51	公允价值变动收益	0.00	55.95	200.00	250.00	300.00
固定资产	31,510.30	46,149.22	54,811.65	60,826.93	63,383.05	投资净收益	1,167.63	1,751.50	1,100.00	400.00	400.00
无形资产	2,839.38	3,663.86	3,193.04	2,694.25	2,167.50	加：其他收益	82.11	302.99	329.53	403.44	492.12
其他非流动资产	4,664.71	6,298.34	6,041.07	5,779.06	5,517.05	营业利润	5,005.60	7,325.42	9,731.52	9,974.54	12,466.18
资产总计	77,979.36	109,133.77	132,883.60	143,926.91	155,515.07	营业外收入	22.18	156.34	200.00	250.00	300.00
流动负债合计	20,443.66	23,020.08	43,462.35	52,062.76	60,128.93	营业外支出	27.75	32.42	32.42	32.42	32.42
短期借款	1,392.53	650.65	19,974.44	27,400.46	34,233.52	利润总额	5,000.03	7,449.33	9,899.10	10,192.12	12,733.75
应付账款	8,940.27	16,576.08	17,404.89	18,275.13	19,188.89	所得税	564.90	376.29	961.85	917.29	1,146.04
其他流动负债	10,110.86	5,793.36	6,083.02	6,387.17	6,706.53	净利润	4,435.13	7,073.04	8,937.25	9,274.83	11,587.72
非流动负债合计	15,865.92	39,053.84	33,434.05	26,612.39	18,559.48	少数股东损益	405.51	254.39	1,159.91	1,203.72	1,503.90
长期借款	13,680.64	36,295.29	30,675.50	23,853.83	15,800.93	归属母公司净利润	4,029.62	6,818.65	7,777.34	8,071.10	10,083.82
其他非流动负债	2,185.28	2,758.55	2,758.55	2,758.55	2,758.55	主要财务比率					
负债合计	36,309.58	62,073.93	76,896.40	78,675.15	78,688.42		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	9,997.49	9,442.14	10,602.05	11,805.77	13,309.67	成长能力					
实收资本（或股本）	3,231.73	3,233.79	3,233.79	3,233.79	3,233.79	营业收入增长	115.70%	63.02%	-5.27%	14.12%	25.32%
资本公积	21,134.12	21,003.72	21,003.72	21,003.72	21,003.72	营业利润增长	206.85%	46.34%	32.85%	2.50%	24.98%
未分配利润	7,306.43	13,380.19	21,147.64	29,208.48	39,279.48	归属于母公司净利润增长	270.03%	69.21%	14.06%	3.78%	24.94%
归属母公司股东权益合计	31,672.29	37,617.70	45,385.15	53,445.99	63,516.99	获利能力					
负债和所有者权益	77,979.36	109,133.77	132,883.60	143,926.91	155,515.07	毛利率(%)	21.69%	17.82%	23.04%	21.25%	19.88%
现金流量表	单位：百万元					净利率(%)	10.79%	10.56%	14.08%	12.80%	12.76%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	5.17%	6.25%	5.85%	5.61%	6.48%
经营活动现金流	4,146.23	4,861.61	5,290.65	10,923.89	12,412.02	ROE(%)	12.72%	18.13%	17.14%	15.10%	15.88%
净利润	4,435.13	7,073.04	7,314.76	8,118.20	10,259.39	偿债能力					
折旧摊销	2,842.00	4,386.35	4,557.69	5,232.81	5,559.58	资产负债率(%)	47%	57%	58%	55%	51%
财务费用	839.69	791.92	892.99	924.14	805.08	流动比率	1.20	1.38	1.15	1.11	1.16
投资损失	-1,167.63	-1,751.50	-1,100.00	-400.00	-400.00	速动比率	0.86	0.88	0.74	0.70	0.73
营运资金变动	-4,367.30	-7,467.99	-8,007.15	-4,012.27	-5,011.73	营运能力					
其他经营现金流	1,564.35	1,829.79	1,632.37	1,061.01	1,199.70	总资产周转率	0.53	0.61	0.48	0.50	0.58
投资活动现金流	-7,826.33	-16,291.78	-9,214.62	-7,904.39	-4,871.37	应收账款周转率	7.48	12.90	8.15	7.75	8.09
资本支出	6,000.79	10,639.45	10,000.00	8,000.00	5,000.00	应付账款周转率	4.90	4.56	3.85	4.28	5.20
长期投资	-1,794.78	-5,169.31	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	-12,032.34	-21,761.91	-19,214.62	-15,904.39	-9,871.37	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.69	1.92	2.00	2.49
筹资活动现金流	9,269.89	10,654.29	12,801.12	-330.05	-2,037.75	每股净现金流(最新摊薄)	0.11	4.61	2.29	0.45	0.89
短期借款增加	-299.47	-741.88	19,323.79	7,426.02	6,833.05	每股净资产(最新摊薄)	7.83	9.30	11.23	13.22	15.71
长期借款增加	2,455.99	22,614.65	-5,619.80	-6,821.66	-8,052.90	估值比率					
普通股增加	198.81	2.06	0.00	0.00	0.00	P/E	18.52	10.95	9.60	9.25	7.40
资本公积增加	8,744.65	-130.41	0.00	0.00	0.00	P/B	2.36	1.98	1.64	1.40	1.18
现金净增加额	5,564.17	-577.25	8,877.16	2,689.45	5,502.89	EV/EBITDA	17.50	12.56	7.63	7.16	5.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

侯河清

金融学硕士，3 年产业投资经验，2022 年 4 月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3 年投资研究经验，2022 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526