



## 龙头地位稳固，技术优势铸就护城河

2023 年 04 月 02 日

➤ **事件：**2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营收 670.10 亿元；同比+63%；实现归母净利润 68.19 亿元，同比+69%。

分季度来看，22 年 Q4 公司实现营收 171.65 亿元，同比+43%；实现归母净利润 18.18 亿元，同比+44%。22 年业绩高增主要得益于公司先进产能加速释放、产品结构优化以及技术创新与工业 4.0 的快速发展。

➤ **硅片供需偏紧，龙头或将受益。**根据 PVinfolink 报价，自 3 月 1 日以来致密料价格由 230 元/kg 降至 216 元/kg，降幅为 6%，反观硅片，182 涨幅为 4%，210 保持不变。我们认为，在硅料价格下降的背景下，硅片价格不降反升，在体现出硅片供给紧张的同时或将意味着硅片龙头定价权的进一步提升。

➤ **先进产能扩张加速，技术革新铸就领先优势。**22 年公司光伏板块实现收入 623.61 亿元，同比+62%；截至 22 年底，公司单晶产能提升至 140GW，同比增长 59%；硅片出货达到 68GW，同比+30%。公司先进产能持续扩张，公司在天津和宜兴年产 25GW 高效太阳能超薄硅单晶片智慧工厂项目（DW 三期）和年产 30GW 高纯太阳能超薄硅单晶材料智慧工厂项目（DW 四期）陆续投产，2023 年新增银川年产 35GW 高纯太阳能超薄硅单晶片智慧工厂项目及配套项目（DW 五期）已开工。目前，公司单炉月产量和单公斤出片数均处于行业领先，且实现了 210 硅片 150μm 厚度的量产目标和 120μm 厚度的技术储备。此外，公司在 N 型硅片中拥有强大的技术积累与储备，N 型硅片市占率连续多年保持第一。在技术上，公司通过工业 4.0 引领硅片的技术突破与变革，同时开发了“Deep Blue”AI 学习模式，提升了公司的柔性制造能力，实现制造智慧化应用。公司产能结构的优化与技术的进步在增加产出的同时，将进一步巩固公司的领先地位，预计公司 23 年末晶体产能将达到 180GW，继续保持全球单晶规模 TOP1。

➤ **坚持差异化竞争，“G12+叠瓦”未来可期。**公司坚持 knowhow 工艺积累，坚定“G12+叠瓦”的差异化产品路线，推动了终端 BOS 成本的进一步降低，得到了全球客户的认可与青睐。截至目前，公司已有 G12 高效叠瓦组件产能 12GW（江苏 9GW+天津 3GW），江苏地区自动化、智能化水平行业领先的年产能 2GW G12 电池工程示范线也已建设完成。基于 MAXEON 公司拥有的 IBC 电池-组件、叠瓦组件的知识产权和技术创新优势，未来叠瓦差异化产品竞争力将不断提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 1014/1100/1212 亿元，归母净利润分别为 96/118/134 亿元，对应 PE 为 16X/13X/12X，公司是光伏硅片环节龙头企业，考虑到未来光伏行业的成长性、公司先进产能的扩张与智能制造的发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、210 光伏硅片产业化进展不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 67010 | 101381 | 110046 | 121185 |
| 增长率（%）          | 63.0  | 51.3   | 8.5    | 10.1   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 6819  | 9632   | 11848  | 13417  |
| 增长率（%）          | 69.2  | 41.3   | 23.0   | 13.2   |
| 每股收益（元）         | 2.11  | 2.98   | 3.66   | 4.15   |
| PE              | 23    | 16     | 13     | 12     |
| PB              | 4.2   | 3.3    | 2.7    | 2.2    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

48.46 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：15601863256

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

## 相关研究

1.TCL 中环 (002129.SZ) 2022 年三季报点评：业绩超预期，“G12+叠瓦”打造差异化优势-2022/10/20

2.中环股份 (002129.SZ) 2022 年半年报点评：H1 业绩高增，智能化构筑核心竞争力-2022/08/25

3.中环股份 (002129.SZ) 深度报告：智能化为帆混改为桨，硅片航母乘风破浪-2022/05/02

4.中环股份(002129):三季度业绩高增，持续建立领先优势-2021/10/28

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 67010 | 101381 | 110046 | 121185 |
| 营业成本      | 55067 | 84446  | 90078  | 98839  |
| 营业税金及附加   | 249   | 355    | 385    | 424    |
| 销售费用      | 277   | 306    | 326    | 351    |
| 管理费用      | 908   | 1521   | 1761   | 2060   |
| 研发费用      | 2923  | 4562   | 5062   | 5696   |
| EBIT      | 6432  | 10699  | 12984  | 14420  |
| 财务费用      | 792   | 1461   | 1527   | 1487   |
| 资产减值损失    | -1519 | -398   | -287   | -199   |
| 投资收益      | 1752  | 2535   | 2751   | 3030   |
| 营业利润      | 7325  | 11273  | 13867  | 15703  |
| 营业外收支     | 124   | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额      | 7449  | 11273  | 13867  | 15703  |
| 所得税       | 376   | 1240   | 1525   | 1727   |
| 净利润       | 7073  | 10033  | 12341  | 13976  |
| 归属于母公司净利润 | 6819  | 9632   | 11848  | 13417  |
| EBITDA    | 11013 | 15549  | 18657  | 20850  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 10167  | 1355   | 5762   | 12843  |
| 应收账款及票据     | 3932   | 5833   | 6331   | 6972   |
| 预付款项        | 2885   | 5236   | 5585   | 6128   |
| 存货          | 6430   | 8098   | 8638   | 9478   |
| 其他流动资产      | 8415   | 10299  | 10591  | 10967  |
| 流动资产合计      | 31830  | 30820  | 36907  | 46389  |
| 长期股权投资      | 6911   | 6911   | 6911   | 6911   |
| 固定资产        | 41624  | 49989  | 55946  | 60947  |
| 无形资产        | 3664   | 5158   | 6161   | 6361   |
| 非流动资产合计     | 77304  | 89501  | 96290  | 101822 |
| 资产合计        | 109134 | 120321 | 133198 | 148210 |
| 短期借款        | 651    | 551    | 451    | 351    |
| 应付账款及票据     | 16576  | 15038  | 16041  | 17602  |
| 其他流动负债      | 5793   | 8928   | 9042   | 9211   |
| 流动负债合计      | 23020  | 24517  | 25534  | 27163  |
| 长期借款        | 31911  | 31911  | 31911  | 31911  |
| 其他长期负债      | 7143   | 7141   | 7141   | 7141   |
| 非流动负债合计     | 39054  | 39052  | 39052  | 39052  |
| 负债合计        | 62074  | 63569  | 64586  | 66215  |
| 股本          | 3234   | 3234   | 3234   | 3234   |
| 少数股东权益      | 9442   | 9843   | 10337  | 10896  |
| 股东权益合计      | 47060  | 56752  | 68612  | 81995  |
| 负债和股东权益合计   | 109134 | 120321 | 133198 | 148210 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 63.02 | 51.29 | 8.55  | 10.12 |
| EBIT 增长率        | 22.44 | 66.34 | 21.36 | 11.06 |
| 净利润增长率          | 69.21 | 41.26 | 23.00 | 13.24 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 17.82 | 16.70 | 18.14 | 18.44 |
| 净利率             | 10.18 | 9.50  | 10.77 | 11.07 |
| 总资产收益率 ROA      | 6.25  | 8.01  | 8.89  | 9.05  |
| 净资产收益率 ROE      | 18.13 | 20.53 | 20.33 | 18.87 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.38  | 1.26  | 1.45  | 1.71  |
| 速动比率            | 0.86  | 0.59  | 0.77  | 1.02  |
| 现金比率            | 0.44  | 0.06  | 0.23  | 0.47  |
| 资产负债率 (%)       | 56.88 | 52.83 | 48.49 | 44.68 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 20.76 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 存货周转天数          | 42.62 | 35.00 | 35.00 | 35.00 |
| 总资产周转率          | 0.72  | 0.88  | 0.87  | 0.86  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 2.11  | 2.98  | 3.66  | 4.15  |
| 每股净资产           | 11.63 | 14.51 | 18.02 | 21.99 |
| 每股经营现金流         | 1.56  | 2.53  | 5.23  | 5.87  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.15  | 0.18  | 0.21  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 23    | 16    | 13    | 12    |
| PB              | 4.2   | 3.3   | 2.7   | 2.2   |
| EV/EBITDA       | 16.87 | 12.51 | 10.17 | 8.73  |
| 股息收益率 (%)       | 0.00  | 0.31  | 0.38  | 0.43  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 7073   | 10033  | 12341  | 13976  |
| 折旧和摊销       | 4582   | 4851   | 5673   | 6429   |
| 营运资金变动      | -7468  | -6205  | -228   | -171   |
| 经营活动现金流     | 5057   | 8185   | 16915  | 18997  |
| 资本开支        | -11208 | -17547 | -12804 | -12220 |
| 投资          | -5169  | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -16292 | -15013 | -10053 | -9191  |
| 股权募资        | 462    | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 14279  | -102   | -436   | -600   |
| 筹资活动现金流     | 10654  | -1984  | -2455  | -2726  |
| 现金净流量       | -382   | -8812  | 4407   | 7081   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                                |      | 评级   | 说明                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                         | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026