

2023年03月29日

TCL 中环 (002129.SZ)

公司快报

先进制造升级，硅片龙头再创佳绩

投资要点

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 670.10 亿元，同比增长 63.02%；归母净利润 68.19 亿元，同比增长 69.21%；扣非归母净利润 64.83 亿元，同比增长 66.97%。2022 年 Q4 实现营收 171.65 亿元，同比增长 42.86%，环比减少 5.41%；归母净利润 18.18 亿元，同比增长 43.36%，环比减少 12.74%；扣非归母净利润 14.99 亿元，同比增长 7.94%，环比减少 28.02%。业绩高增主要得益于公司坚持推动技术创新，加快先进产能落地以及供应链的长期稳定。

◆ 半导体 12 英寸硅片已实现量产，2023 年行业扩张放缓

2022 年其他硅材料业务营收 32.65 亿元，同比增长 53.57%，占营收比重为 4.87%；毛利率 25.20%，同比增长 2.41pct。2022 年公司成功量产 12 英寸功率器件、逻辑器件、存储器件用硅片，进一步加强其他硅材料业务竞争力。国际半导体产业协会指出，2026 年全球半导体制造商 12 英寸晶圆厂产能将创历史新高达到每月 960 万片。经历前两年高景气周期，2023 年 12 英寸晶圆产能或因存储和逻辑元件需求疲弱，扩张速度有所放缓。

◆ 工业 4.0 智慧工厂加速落地，技术融合加快实现降本增效

2022 年光伏硅片业务营收 509.01 亿元，同比增长 60.08%，占营收比重为 75.96%；毛利率 18.95%，同比减少 3.78pct。晶体环节，50GW（G12）太阳能级单晶硅材料智慧工厂产能加速扩张，单晶总产能提升至 140GW；预计 2023 年末达到 180GW。晶片环节，DW 三期和 DW 四期加速投建扩产，2023 年新增银川年产 35GW 高纯太阳能超薄单晶硅片智慧工厂已开工；G12 硅片规模优势进一步增强。G12 技术平台与工业 4.0 加速融合，降本增效成果显著。单位产品硅料消耗率得到有效降低，单炉月产能力持续提高，硅片 A 品率大幅提升，同硅片厚度下公斤出片数显著领先行业水平。

◆ “G12+高效叠瓦”全面迭代，差异化优势凸显

2022 年光伏电池及组件业务营收 114.61 亿元，同比增长 72.31%，占营收比重为 17.10%；光伏组件毛利率 7.36%，同比减少 5.90pct，光伏电站毛利率 56.20%，同比增长 4.31pct。公司实现了“G12+叠瓦”3.0 产品的全面迭代，终端 BOS 成本得到进一步降低。公司持续推进工业 4.0 制造方式转型，江苏和天津 G12 高效叠瓦组件项目分别实现产能 9GW 和 3GW。公司布局下一代差异化电池技术，江苏自动化、智能化水平行业领先的年产能 2GW G12 电池工程示范线已建设完成，目前已具备可拓展条件。

◆ **投资建议：** 我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 922.66/1034.45/1100.79 亿元，增速分别为 37.7%/12.1%/6.4%；归母净利润分别为 95.13/116.34/124.50 亿元，增速分别为 39.5%/22.3%/7.0%；对应 PE 分别为 16.0/13.1/12.3 倍。公司先进制造持续升级，工业 4.0 时代迈进大尺寸、N 时代新征程，首次覆盖，给予“买入”评级。

电力设备及新能源 | 太阳能 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-03-28)

47.18 元

交易数据

总市值（百万元）	152,570.19
流通市值（百万元）	152,454.10
总股本（百万股）	3,233.79
流通股本（百万股）	3,231.33
12 个月价格区间	59.69/35.25

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.43	21.5	14.03
绝对收益	8.34	24.81	10.44

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsc.cn

相关报告



◆ **风险提示：** 半导体市场需求不及预期、半导体硅片行业竞争加剧、光伏市场需求不及预期、系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,105	67,010	92,266	103,445	110,079
YoY(%)	115.7	63.0	37.7	12.1	6.4
净利润(百万元)	4,030	6,819	9,513	11,634	12,450
YoY(%)	270.0	69.2	39.5	22.3	7.0
毛利率(%)	21.7	17.8	19.0	19.8	20.2
EPS(摊薄/元)	1.25	2.11	2.94	3.60	3.85
ROE(%)	10.6	15.0	17.6	17.8	16.1
P/E(倍)	37.9	22.4	16.0	13.1	12.3
P/B(倍)	4.8	4.1	3.3	2.6	2.2
净利率(%)	9.8	10.2	10.3	11.2	11.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24459	31830	29030	29263	33358
现金	10746	10167	9362	8302	14529
应收票据及应收账款	3192	3932	4456	3501	3837
预付账款	1981	2885	3266	3199	3276
存货	3129	6430	3530	5685	3099
其他流动资产	5410	8415	8417	8574	8616
非流动资产	53521	77304	97075	104139	106449
长期投资	5128	6911	8911	10911	12711
固定资产	29615	41624	56952	62516	64293
无形资产	4081	4671	5069	5411	5726
其他非流动资产	14696	24099	26144	25302	23719
资产总计	77979	109134	126105	133402	139807
流动负债	20444	23020	31816	33435	34793
短期借款	1393	651	1071	985	958
应付票据及应付账款	8940	16576	18037	20391	20313
其他流动负债	10111	5793	12707	12060	13522
非流动负债	15866	39054	37539	31274	23564
长期借款	12633	31911	30273	24090	16313
其他非流动负债	3233	7143	7266	7184	7251
负债合计	36310	62074	69355	64709	58357
少数股东权益	9997	9442	9943	10555	11210
股本	3232	3234	4042	4042	4042
资本公积	21134	21004	20195	20195	20195
留存收益	7614	14077	23100	34117	46124
归属母公司股东权益	31672	37618	46807	58138	70239
负债和股东权益	77979	109134	126105	133402	139807

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4282	5057	18505	16540	21505
净利润	4435	7073	10013	12247	13106
折旧摊销	2842	4386	4191	5346	6061
财务费用	840	792	1311	1031	730
投资损失	-1168	-1752	-2088	-2062	-1784
营运资金变动	-4367	-7468	5137	68	3481
其他经营现金流	1700	2025	-60	-90	-90
投资活动现金流	-7826	-16292	-21814	-10259	-6497
筹资活动现金流	9270	10654	2505	-7341	-8780

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.25	2.11	2.94	3.60	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.56	5.72	5.11	6.65
每股净资产(最新摊薄)	9.79	11.63	14.47	17.98	21.72

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41105	67010	92266	103445	110079
营业成本	32190	55067	74699	82932	87843
营业税金及附加	171	249	438	499	480
营业费用	131	277	556	621	881
管理费用	992	908	1384	1448	1431
研发费用	1859	2923	4152	4552	4733
财务费用	840	792	1311	1031	730
资产减值损失	-1167	-1579	-1582	-1931	-2415
公允价值变动收益	0	56	60	90	90
投资净收益	1168	1752	2088	2062	1784
营业利润	5006	7325	10492	12834	13739
营业外收入	22	156	69	80	82
营业外支出	28	32	20	23	26
利润总额	5000	7449	10541	12891	13795
所得税	565	376	527	645	690
税后利润	4435	7073	10013	12247	13106
少数股东损益	406	254	501	612	655
归属母公司净利润	4030	6819	9513	11634	12450
EBITDA	8438	13676	15517	18705	20080

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	115.7	63.0	37.7	12.1	6.4
营业利润(%)	206.9	46.3	43.2	22.3	7.1
归属于母公司净利润(%)	270.0	69.2	39.5	22.3	7.0
获利能力					
毛利率(%)	21.7	17.8	19.0	19.8	20.2
净利率(%)	9.8	10.2	10.3	11.2	11.3
ROE(%)	10.6	15.0	17.6	17.8	16.1
ROIC(%)	9.2	11.3	11.8	13.1	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	56.9	55.0	48.5	41.7
流动比率	1.2	1.4	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.6	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	14.5	18.8	22.0	26.0	30.0
应付账款周转率	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
估值比率					
P/E	37.9	22.4	16.0	13.1	12.3
P/B	4.8	4.1	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	25.0	16.5	14.9	12.1	10.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn