

2022年10月21日
证券研究报告·2022年三季度点评
TCL 中环 (002129) 电力设备

买入 (维持)
当前价：42.16 元
目标价：——元 (6个月)



硅片盈利环比提升，工业 4.0 核心竞争力显著

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2022 年三季度报告。2022 年前三季度公司实现营收 498.45 亿元，同比增长 71.35%；归母净利润 50.01 亿元，同比增长 80.68%；扣非净利润 49.84 亿元，同比增长 99.36%。其中三季度公司实现营收 181.47 亿元，环比下降 1.00%；归母净利润 20.83 亿元，环比增长 29.68%；扣非净利润 20.83 亿元；EPS 0.64 元。
- **硅片产能持续扩张，工业 4.0 制造体系下硅片生产工艺全面领先。**22 年三季度公司宁夏六期 50GW 顺利投产并爬坡，至 9 月末拉晶总产能达到 128GW，较二季度末增加约 20GW。硅片环节，天津 DW 三期与宜兴 DW 四期亦加速建设与投产。在工业 4.0 制造体系下，公司通过持续技术创新、工艺进步和制造方式转型，硅片生产提质增效显著：报告期内公司单台月产同比提升 12%，硅片 A 品率提升 4%，同硅片厚度下单 kg 出片数提升 6%，硅片生产各环节全面领先，提升技术壁垒。
- **三季度硅片盈利环比提升，后续石英砂紧缺下硅片品质和价格或迎来分化，公司硅片盈利能力有望保持良好。**在工业 4.0 柔性制造优势和降本增效的推动下，三季度虽受制于硅料产量下降，稼动率较二季度微降，然公司盈利能力环比提升。22Q3 公司综合毛利率 18.32%，环比提升约 1.4pp；净利率 12.47%，环比提升约 2.88pp。硅片盈利方面，22Q3 公司硅片单瓦盈利 0.11~0.12 元，环比提升约 0.03 元。展望后续，2023 年石英砂或成为供给瓶颈，限制硅片产出，硅片品质与价格或将迎来分化。另一方面，硅料新产能持续投放，硅料价格下行周期下硅片原材料成本亦将逐步下行。公司作为硅片龙头企业，石英坩埚供应具备一定优势，硅料产能释放、供给充裕后稼动率提升，硅片盈利能力有望保持良好。
- **电池与组件业务持续推进，提升差异化产品竞争力。**当前公司叠瓦组件产能约 10GW，叠瓦 3.0 产品广受客户认可；基于 Moxon 公司拥有的 IBC 电池-组件、叠瓦组件的产权与技术创新优势，提升公司全球化商业竞争优势。电池方面，公司开展 TOPCon 试验线建设，进一步丰富和完善技术路线，打造全产业链布局。
- **盈利预测与投资建议：**N 型技术迭代公司硅片竞争优势凸显，未来叠瓦组件放大公司盈利能力，预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 40.34%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能未能如期释放；原材料成本持续上涨，全球光伏装机需求不及预期，公司盈利能力下降；公司半导体硅片进展不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 41104.69 | 86448.50 | 94046.42 | 108284.34 |
| 增长率 | 115.70% | 110.31% | 8.79% | 15.14% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 4029.62 | 8578.65 | 10316.52 | 12103.38 |
| 增长率 | 270.03% | 112.89% | 20.26% | 17.32% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.25 | 2.65 | 3.19 | 3.75 |
| 净资产收益率 ROE | 10.64% | 18.51% | 18.54% | 18.60% |
| PE | 34 | 16 | 13 | 11 |
| PB | 4.30 | 3.46 | 2.84 | 2.35 |

数据来源：Wind，西南证券

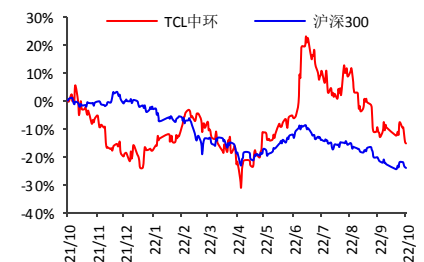
西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：敖颖晨
执业证号：S1250521080001
电话：021-58351917
邮箱：ayc@swsc.com.cn

联系人：谢尚师
电话：021-58351679
邮箱：xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 32.32 |
| 流通 A 股(亿股) | 32.30 |
| 52 周内股价区间(元) | 34.21-60.89 |
| 总市值(亿元) | 1,362.50 |
| 总资产(亿元) | 693.08 |
| 每股净资产(元) | 7.08 |

相关研究

1. TCL 中环 (002129)：业绩延续高增，硅片竞争力保持领先 (2022-08-26)
2. 中环股份(002129)：业绩环比连续增长，进入高增长阶段 (2022-05-04)
3. 中环股份 (002129)：G12 渗透率继续提升，半导体硅片加速增长 (2021-10-27)



附表: 财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 41104.69 | 86448.50 | 94046.42 | 108284.34 | 净利润 | 4435.13 | 9278.65 | 11016.52 | 13103.38 |
| 营业成本 | 32190.40 | 69847.03 | 74187.45 | 85013.29 | 折旧与摊销 | 2842.00 | 2286.55 | 2518.42 | 2583.79 |
| 营业税金及附加 | 170.77 | 436.13 | 472.16 | 528.90 | 财务费用 | 839.69 | 56.99 | 75.87 | 72.93 |
| 销售费用 | 130.60 | 499.44 | 501.78 | 554.74 | 资产减值损失 | -1074.06 | -400.00 | -110.00 | -110.00 |
| 管理费用 | 991.72 | 6483.64 | 6583.25 | 7038.48 | 经营营运资本变动 | -1799.61 | 4974.89 | -463.73 | 30.74 |
| 财务费用 | 839.69 | 56.99 | 75.87 | 72.93 | 其他 | -961.51 | -834.71 | -669.24 | -7.66 |
| 资产减值损失 | -1074.06 | -400.00 | -110.00 | -110.00 | 经营活动现金流净额 | 4281.64 | 15362.36 | 12367.83 | 15673.18 |
| 投资收益 | 1167.63 | 1100.00 | 600.00 | 200.00 | 资本支出 | -7013.49 | -800.00 | -500.00 | -500.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 23.27 | 15.51 | 18.10 | 其他 | -812.84 | 1123.27 | 615.51 | 218.10 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -7826.33 | 323.27 | 115.51 | -281.90 |
| 营业利润 | 5005.60 | 10648.54 | 12951.43 | 15404.09 | 短期借款 | -299.47 | -1392.53 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -5.57 | 16.57 | 9.19 | 11.65 | 长期借款 | 3407.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 5000.03 | 10665.11 | 12960.61 | 15415.74 | 股权融资 | 8943.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 564.90 | 1386.46 | 1944.09 | 2312.36 | 支付股利 | -181.98 | -805.92 | -1715.73 | -2063.30 |
| 净利润 | 4435.13 | 9278.65 | 11016.52 | 13103.38 | 其他 | -2599.67 | -6662.00 | -75.87 | -72.93 |
| 少数股东损益 | 405.51 | 700.00 | 700.00 | 1000.00 | 筹资活动现金流净额 | 9269.89 | -8860.45 | -1791.60 | -2136.24 |
| 归属母公司股东净利润 | 4029.62 | 8578.65 | 10316.52 | 12103.38 | 现金流量净额 | 5699.57 | 6825.18 | 10691.75 | 13255.04 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 10746.31 | 17571.49 | 28263.24 | 41518.28 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5224.85 | 13170.94 | 13644.45 | 15566.51 | 销售收入增长率 | 115.70% | 110.31% | 8.79% | 15.14% |
| 存货 | 3129.25 | 7225.53 | 7848.56 | 8893.73 | 营业利润增长率 | 206.85% | 112.73% | 21.63% | 18.94% |
| 其他流动资产 | 5358.44 | 4838.58 | 5155.55 | 5749.51 | 净利润增长率 | 200.58% | 109.21% | 18.73% | 18.94% |
| 长期股权投资 | 5127.80 | 5127.80 | 5127.80 | 5127.80 | EBITDA 增长率 | 80.51% | 49.55% | 19.66% | 16.18% |
| 投资性房地产 | 590.45 | 590.45 | 590.45 | 590.45 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 38568.55 | 37448.43 | 35796.43 | 34079.06 | 毛利率 | 21.69% | 19.20% | 21.12% | 21.49% |
| 无形资产和开发支出 | 4295.51 | 3955.83 | 3616.15 | 3276.47 | 三费率 | 4.77% | 8.14% | 7.61% | 7.08% |
| 其他非流动资产 | 4938.21 | 4911.47 | 4884.73 | 4857.99 | 净利率 | 10.79% | 10.73% | 11.71% | 12.10% |
| 资产总计 | 77979.36 | 94840.51 | 104927.35 | 119659.80 | ROE | 10.64% | 18.51% | 18.54% | 18.60% |
| 短期借款 | 1392.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 5.69% | 9.78% | 10.50% | 10.95% |
| 应付和预收款项 | 9815.38 | 27327.75 | 28018.90 | 31474.61 | ROIC | 13.11% | 21.60% | 26.41% | 31.90% |
| 长期借款 | 12633.30 | 12633.30 | 12633.30 | 12633.30 | EBITDA/销售收入 | 21.13% | 15.03% | 16.53% | 16.68% |
| 其他负债 | 12468.38 | 4759.58 | 4854.47 | 5091.14 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 36309.58 | 44720.63 | 45506.68 | 49199.05 | 总资产周转率 | 0.60 | 1.00 | 0.94 | 0.96 |
| 股本 | 3231.73 | 3231.73 | 3231.73 | 3231.73 | 固定资产周转率 | 1.50 | 2.66 | 2.66 | 3.13 |
| 资本公积 | 21134.12 | 21134.12 | 21134.12 | 21134.12 | 应收账款周转率 | 15.90 | 14.94 | 10.95 | 11.66 |
| 留存收益 | 7613.74 | 15386.46 | 23987.25 | 34027.33 | 存货周转率 | 11.52 | 12.94 | 9.73 | 10.09 |
| 归属母公司股东权益 | 31672.29 | 39422.39 | 48023.18 | 58063.25 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 33.83% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 9997.49 | 10697.49 | 11397.49 | 12397.49 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 41669.78 | 50119.88 | 59420.67 | 70460.75 | 资产负债率 | 46.56% | 47.15% | 43.37% | 41.12% |
| 负债和股东权益合计 | 77979.36 | 94840.51 | 104927.35 | 119659.80 | 带息债务/总负债 | 38.63% | 28.25% | 27.76% | 25.68% |
| | | | | | 流动比率 | 1.20 | 1.48 | 1.85 | 2.15 |
| | | | | | 速动比率 | 1.04 | 1.23 | 1.59 | 1.89 |
| | | | | | 股利支付率 | 4.52% | 9.39% | 16.63% | 17.05% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.25 | 2.65 | 3.19 | 3.75 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.80 | 12.20 | 14.86 | 17.97 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.32 | 4.75 | 3.83 | 4.85 |
| | | | | | 每股股利 | 0.06 | 0.25 | 0.53 | 0.64 |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 8687.29 | 12992.08 | 15545.71 | 18060.82 | | | | | |
| PE | 33.81 | 15.88 | 13.21 | 11.26 | | | | | |
| PB | 4.30 | 3.46 | 2.84 | 2.35 | | | | | |
| PS | 3.31 | 1.58 | 1.45 | 1.26 | | | | | |
| EV/EBITDA | 15.94 | 9.52 | 7.27 | 5.52 | | | | | |
| 股息率 | 0.13% | 0.59% | 1.26% | 1.51% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 高宇乐 | 销售经理 | 13263312271 | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyyf@swsc.com.cn |
| 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |