

# TCL 中环 (002129)

## Q3 保持高增长，大尺寸、薄片、N 型硅片等未来新技术保持行业领先

### ◆ 硅片龙头连续高速增长，盈利能力显著提升

公司 Q1~3 营收 498.5 亿元、同比+71.4%，归母净利润 50.0 亿、同比+80.7%，毛利率 17.9%、净利率 11.0%。Q3 营收 181.5 亿、同比+58.6%，归母净利润 20.8 亿、同比+66.8%，毛利率 18.3%、净利率 12.5%。

### ◆ 大尺寸+薄片直击市场高端需求、持续扩产，N 型硅片引领行业

大硅片有助于降低光伏发电 LCOE，因此公司坚定扩大 G12 产能、巩固行业市占率第一的优势。宁夏六期 50GW 项目产能加速扩、预计 2023 年全部达产。截至三季度末，公司的单晶总产能提升至 128GW，预计至今年年底总产能将达 140GW、较 2021 年底 88GW 产能大幅提升。

公司积极推进细化、薄片化以降本提效，同硅片厚度下公斤出片数提升 6%，高于行业水平。公司还在天津(DW 三期)和宜兴(DW 四期)分别新建 25GW 和 30GW 超薄单晶硅片配套切片产能。经多年技术沉淀，公司的 N 型硅片连续多年保持市占率第一，与下游头部厂家长期稳定合作。公司还通过对石英砂供应链建立并保持长期战略合作关系，保障石英砂供应。

### ◆ 拓展电池和叠瓦组件业务、全球布局，坚定工业 4.0 降低非硅成本

公司借助参股公司 Maxeon 拥有的 IBC 电池-组件、叠瓦组件的知识产权和技术拓展新业务，并与 SunPower 合作拓展电池和组件的海外市场。公司推进“叠瓦+G12”双平台差异化技术及产品路线，包括在江苏建设完成自动化、智能化水平行业领先的产能 2GW/年 G12 新电池技术示范线，叠瓦 3.0 组件产品的全球市占率稳步提升、最高组件功率达到 675W，江苏 8GW/年和天津 3GW/年组件产能已经投产、未来产能利用率提升有望带动盈利能力进一步改善。

公司的生产线深度融合工业 4.0，生产制造效率、工艺技术水平 and 柔性化制造能力三方面持续提升，在非硅成本控制方面的领先同行。

公司与协鑫集团联手开展上游硅料业务，包括约 10 万吨颗粒硅、硅基材料综合利用的生产及下游应用领域研发项目、约 1 万吨电子级多晶硅项目，稳定供应链、降低原材料价格波动的风险。

### ◆ 半导体材料出货量大幅增长，稳定提高核心竞争力

公司在半导体领域坚持区熔与直拉双工艺发展、Power+IC 双路线持续深入布局，4~12 英寸半导体硅片全部实现规模化量产，产品涵盖 4~12 英寸全系列抛光片、外延片、退火片等，广泛应用于功率器件、逻辑芯片、存储芯片、模拟芯片、图像处理芯片、传感器、微处理芯片、射频芯片等领域。预计 2022 年底 6/8/12 英寸的月产能分别达到 90 万片/100 万片/30 万片。

◆ **投资建议与盈利预测：**公司多年来保持了在硅片领域的全球领先地位，同时在大硅片、薄片化和 N 型硅片的行业未来趋势上有前瞻性战略布局，未来随着产能持续释放和下游新型电池技术推广将迎来持续高速增长。预计公司 2022~2024 年归母净利润 71.74 亿/92.94 亿/103.61 亿，首次覆盖给与“买入”评级，目标价 71.90 元、对应 2022~2024 年 PE 估值 32.4/25/22 倍。

◆ **风险提示：**全球经济不景气，新能源需求下行；光伏产业内竞争格局恶化；原材料价格大幅度波动；新技术替代晶硅产品；公司产能投放不及预期；欧美贸易壁垒致行业整体发展受阻。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,056.78	41,104.69	78,935.43	92,155.67	109,343.63
增长率(%)	12.85%	115.70%	92.04%	16.75%	18.65%
归母净利润(百万元)	1,089.00	4,029.62	7,174.32	9,294.44	10,361.93
增长率(%)	20.51%	270.03%	78.04%	29.55%	11.49%
毛利率(%)	18.85%	21.69%	18.65%	20.67%	19.38%
每股收益	0.34	1.25	2.22	2.88	3.21
市盈率 PE	124.46	33.64	18.89	14.58	13.08
市净率 PB	7.06	4.28	3.55	2.90	2.42
净资产收益率 ROE(%)	5.67%	12.72%	18.78%	19.92%	18.47%

资料来源：中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2022年10月26日

收盘价(元): 43.11

目标价(元): 71.90

### 公司基本数据

总股本(百万股) 3,231.73

总市值(百万) 134,957.20

流通股本(百万股) 3,230.08

流通市值(百万) 134,888.14

12月最高/最低价(元) 62.21/33.66

资产负债率(%) 51.57

每股净资产(元) 11.19

市盈率(TTM) 21.55

市净率(PB) 3.73

净资产收益率(%) 13.82

### 股价走势图



### 作者

曾帅 分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

### 相关研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航融大厦

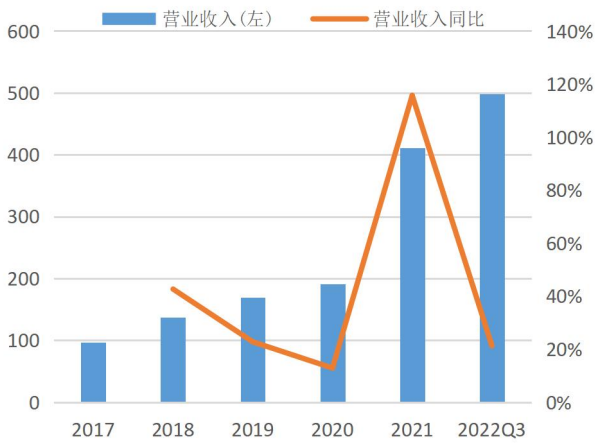
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

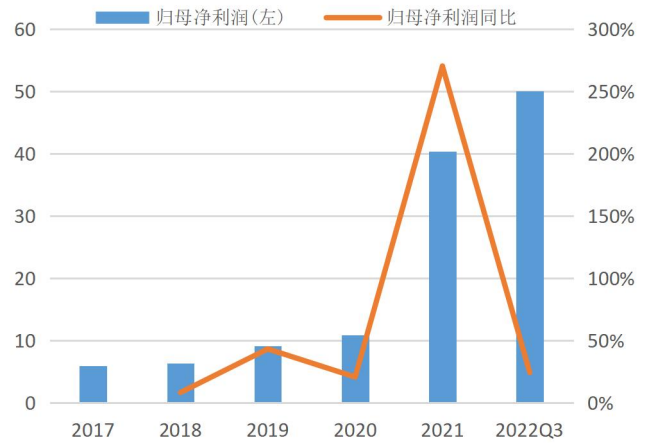
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

**图1 近年营收保持高增长、2021年显著提升(亿元)**


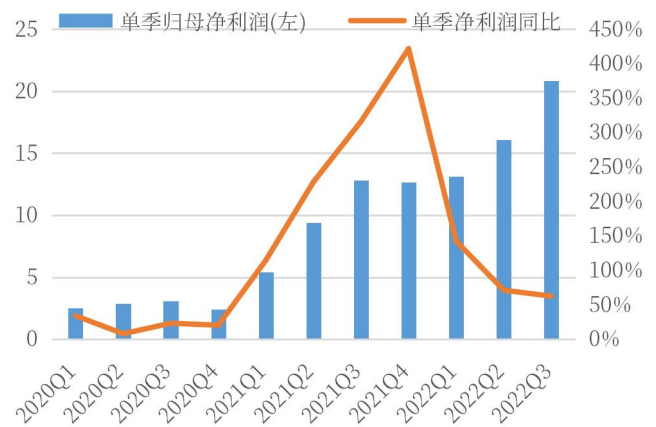
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图2 2021年开始公司盈利能力大幅提升(亿元)**


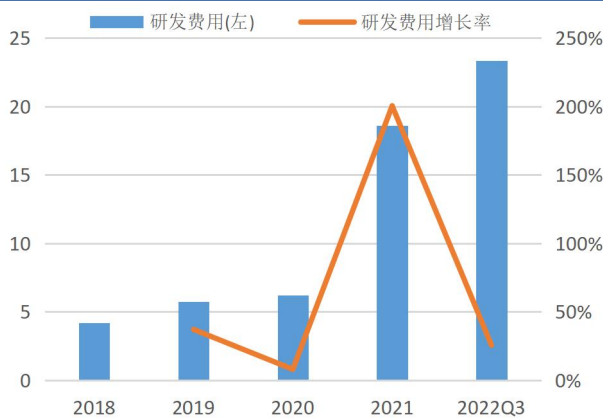
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图3 2021年至今分季度收入稳步同比提升(亿元)**

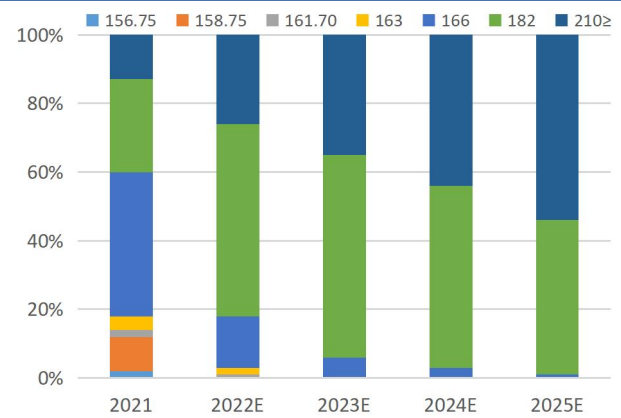

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图4 2021年以来每个季度净利润持续提升(亿元)**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

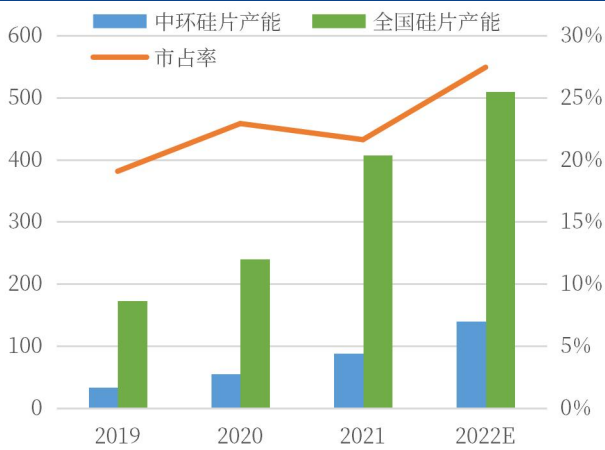
**图5 公司持续高额研发投入、确保技术领先(亿元)**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图6 光伏行业大硅片比例逐年上升**


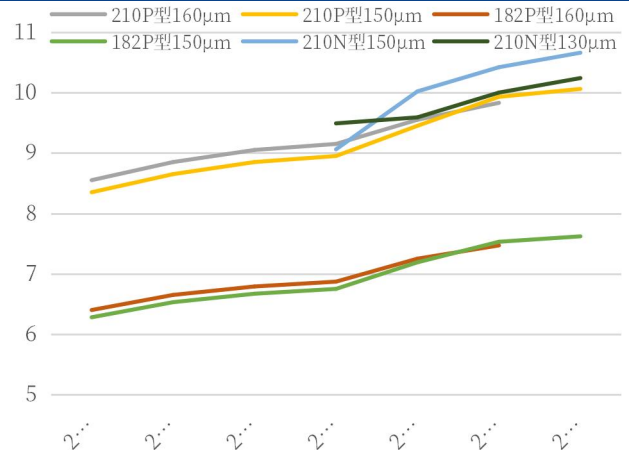
资料来源：PVInfoLink，中航证券研究所

图7 公司保持多年市占率领先(GW)



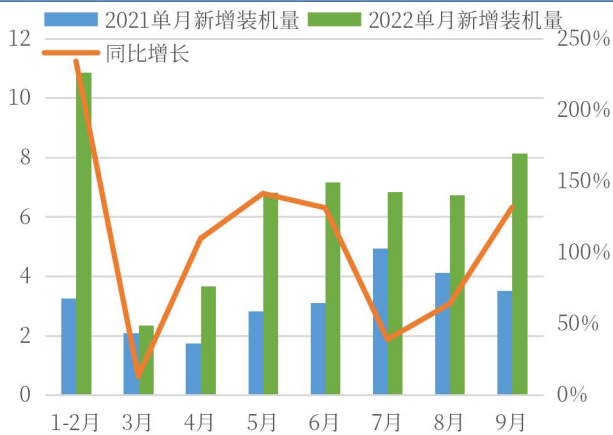
资料来源：公司公告，CPIA，中航证券研究所

图8 中环大尺寸硅片 2022 年价格上涨(元/片)



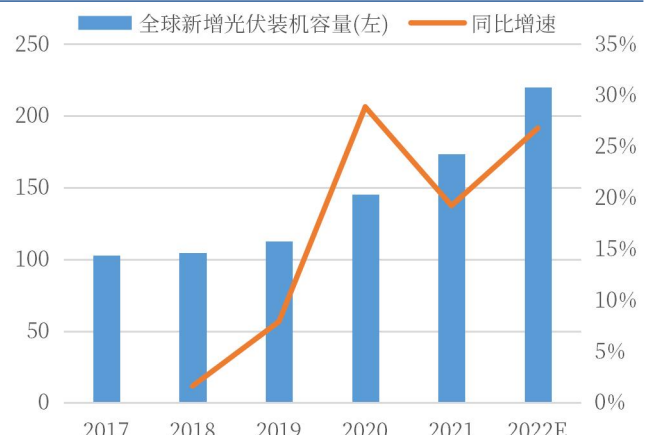
资料来源：公司公众号，中航证券研究所

图9 光伏单月新增装机容量(GW)2022 年大幅上升



资料来源：国家能源局，中航证券研究所

图10 2022 全球新增光伏装机容量或达 220GW(GW)



资料来源：IEA，PVPS，中航证券研究所

表1 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601012.SH	隆基绿能	48.70	3,692.27	1.68	1.91	2.51	3.14	28.99	25.50	19.40	15.51
600481.SH	双良节能	16.13	301.74	0.19	0.64	1.09	1.47	84.89	25.20	14.80	10.97
601908.SH	京运通	7.44	179.65	0.34	0.41	0.73	1.12	21.88	18.15	10.19	6.64
可比公司平均值		-	1391.22	-	-	-	-	30.00	25.04	18.28	14.26
002129.SZ	TCL 中环	41.76	1349.57	1.25	2.20	2.84	3.43	33.41	18.98	14.70	12.17

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：收盘价为10月25日收盘价，可比公司预测来源为Wind一致预测

表 2 公司分业务拆分(百万元)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
光伏硅片	营收	14,161.1	31,796.9	64,068.8	71,425.0	82,764.1
	成本	11,429.3	24,570.9	51,786.4	55,582.5	64,139.4
	毛利润	2,731.7	7,227.4	12,282.3	15,842.5	18,624.7
	毛利率	19.29%	22.73%	19.17%	22.18%	22.50%
光伏组件	营收	2,667.9	6,118.5	10,504.0	14,889.5	18,760.7
	成本	2,387.6	5,307.5	9,325.1	13,287.3	18,164.0
	毛利润	280.3	811.3	1,178.9	1,602.2	596.7
	毛利率	10.51%	13.26%	11.22%	10.76%	3.18%
半导体材料	营收	1,350.5	2,034.1	2,663.9	3,470.0	4,514.7
	成本	1,039.0	1,541.8	2,009.3	2,618.4	3,412.3
	毛利润	311.6	492.3	654.7	851.6	1,102.5
	毛利率	23.07%	24.20%	24.58%	24.54%	24.42%
半导体器件	营收	167.8	91.9	81.5	72.2	64.0
	成本	212.3	99.6	91.5	84.0	77.2
	毛利润	-44.5	-7.7	-10.0	-11.8	-13.2
	毛利率	-26.53%	-8.37%	-12.30%	-16.37%	-20.59%
电力	营收	531.3	532.5	615.9	646.6	679.0
	成本	228.5	256.2	266.5	281.1	294.5
	毛利润	302.8	276.3	349.4	365.5	384.5
	毛利率	56.99%	51.89%	56.73%	56.52%	56.63%
其他	营收	162.5	530.7	1,001.4	1,652.3	2,561.1
	成本	156.9	414.4	737.2	1,253.3	2,068.0
	毛利润	5.7	116.3	264.2	399.0	493.1
	毛利率	3.49%	21.92%	26.38%	24.15%	19.25%
合计	营收	19,056.8	41,104.7	78,935.4	92,155.7	109,343.6
	成本	15,463.9	32,190.4	64,216.0	73,106.7	88,155.4
	毛利润	3,592.9	8,914.3	14,719.4	19,049.0	21,188.2
	毛利率	18.85%	21.69%	18.65%	20.67%	19.38%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算



### 公司的投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址:** 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

**公司网址:** www.avicsec.com

**联系电话:** 010-59219558

**传 真:** 010-59562637