

TCL中环 (002129)：优势G12产能加速释放，叠瓦路线增强差异化竞争力

——2022 年三季度报点评

财务要点：公司披露 2022 年三季度报，实现收入 498.45 亿元，同比增长 71.35%；实现归属上市公司股东净利润 50.01 亿元，同比增长 80.68%。

优势产能加速提升，助力硅片业务产销增长。公司营收和净利润快速增长主要得益于硅片业务产销增长。高功率、高效率的大尺寸产品能有效降低光伏发电 LCOE，公司抓住终端市场需求向大尺寸产品切换的时机，加速 G12 优势产能扩产，晶体环节，50GW (G12) 太阳能级单晶硅材料智慧工厂（宁夏中环六期项目）产能投产顺利，截至 2022 年三季度末，单晶总产能提升至 128GW；晶片环节，公司在天津年产 25GW 高效太阳能超薄硅单晶片智慧工厂项目和宜兴年产 30GW 高纯太阳能超薄硅单晶材料智慧工厂项目的加速投建、投产，有效保障了 G12 战略产品产销规模提升。

入股 MAXEON，强化差异化叠瓦组件竞争优势。截止 2021 年，公司叠瓦组件已出货 8.3GW，产品性能受下游客户肯定。公司坚定“叠瓦+G12”双平台差异化技术 & 产品路线，战略入股 MAXEON 公司后，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，与公司的制造平台协同创新，将进一步提升公司叠瓦产品的全球竞争力。

看好公司主业长期发展。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) 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。未来公司将受益光伏和半导体两大行业的高速发展。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 73.30/91.34/111.35 亿元，EPS 分别为 2.27/2.83/3.45 元，对应 2022.10.26 收盘价 43.11 元，PE 分别为 19/15/13。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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	19,056.78	41,104.69	73,444.34	90,625.87	103,889.37
增长率 (%)	12.85%	115.70%	78.68%	23.39%	14.64%
归母净利润(百万元)	1,089.00	4,029.62	7,329.86	9,134.24	11,135.19
增长率 (%)	16.99%	200.58%	81.90%	24.62%	21.91%
净资产收益率 (%)	5.67%	12.72%	19.97%	21.25%	21.98%
每股收益(元)	0.38	1.32	2.27	2.83	3.45
PE	127.93	34.57	19.01	15.25	12.51
PB	6.81	4.40	3.80	3.24	2.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2022 年 10 月 28 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 2021 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)	62.21/33.55
总市值 (亿元)	1362
流通市值 (亿元)	1362
总股本/流通 A 股 (万股)	323173/323008
流通 B 股/H 股 (万股)	
52 周日均换手率	1.5

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、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

分析师：耿梓瑜

010-66554045

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090003

研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

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				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	16085	24459	38183	48383	60708	营业收入	19057	41105	73444	90626	103889
货币资金	7516	10746	18361	25330	35066	营业成本	15464	32190	60427	75374	86401
交易性金融资产	375	1232	1232	1232	1232	营业税金及附加	127	171	305	377	432
应收账款	2084	3085	5513	6802	7798	营业费用	159	131	261	313	345
应收款项融资	1155	2178	2396	2635	2899	管理费用	644	992	1190	1250	1312
其他应收款	63	52	57	63	69	研发费用	619	1859	2788	3067	3220
预付款项	838	1981	1981	2179	2397	财务费用	1029	840	530	458	380
存货	2144	3129	5874	7327	8399	其他收益	370	162	200	220	242
合同资产	184	234	234	234	234	资产减值损失	-25.31	-1074.06	-800.00	-800.00	-800.00
其他流动资产	1286	1715	2344	2344	2344	信用减值损失	-80.55	-92.78	-90.00	-90.00	-90.00
非流动资产合计	42635	53521	53565	53506	53315	公允价值变动收益	69.81	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3174	5128	5128	5128	5128	投资净收益	303.13	1167.63	1868.20	2241.84	2690.21
固定资产	25273	29615	29798	29722	29516	营业利润	1631	5006	9101	11340	13822
无形资产	2613	2839	2855	2870	2883	营业外收入	71.34	22.18	22.18	22.18	22.18
商誉	215	215	215	215	215	营业外支出	10.50	27.75	27.75	27.75	27.75
其他非流动资产	1254	2227	2227	2227	2227	利润总额	1692	5000	9095	11334	13817
资产总计	58720	77979	91747	101888	114023	所得税	217	565	1028	1281	1561
流动负债合计	17330	20444	28383	31243	34511	净利润	1476	4435	8067	10053	12256
短期借款	1692	1393	1464	0	0	少数股东损益	387	406	738	919	1121
应付票据	2686	2368	4445	5545	6356	归属母公司净利润	1089	4030	7330	9134	11135
应付账款	4513	6572	12168	15178	17399	EPS (元)	0.38	1.32	2.27	2.83	3.45
预收款项	0	0	0	0	0	主要财务比率					
合同负债	1721	1950	2145	2359	2595		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
应付职工薪酬	23	413	413	413	413	成长能力					
其他应付款	427	394	394	394	394	营业收入增长	12.85%	115.70%	78.68%	23.39%	14.64%
一年内到期的非流动负债	5919	6582	6582	6582	6582	营业利润增长	13.23%	206.85%	81.81%	24.60%	21.90%
非流动负债合计	13308	15866	15933	16007	16088	归属于母公司净利润增长	81.90%	24.62%	81.90%	24.62%	21.91%
长期借款	9226	12633	12633	12633	12633	获利能力					
预计负债	0	20	20	20	20	毛利率(%)	18.85%	21.69%	21.69%	17.72%	16.83%
应付债券	1999	0	0	0	0	净利率(%)	7.74%	10.79%	10.98%	11.09%	11.80%
递延负债-非流动负债	285	705	705	705	705	总资产净利润(%)	1.85%	5.17%	7.99%	8.96%	9.77%
负债合计	30638	36310	44316	47250	50599	ROE(%)	5.67%	12.72%	19.97%	21.25%	21.98%
少数股东权益	8874	9997	10735	11654	12775	偿债能力					
实收资本(或股本)	3033	3232	3232	3232	3232	资产负债率(%)	52%	47%	48%	46%	44%
资本公积	12389	21134	21134	21134	21134	流动比率	0.93	1.20	1.35	1.55	1.76
未分配利润	3632	7254	11890	17666	24708	速动比率	0.80	1.04	1.14	1.31	1.52
归属母公司股东权益合计	19207	31672	36696	42984	50650	营运能力					
负债和所有者权益	58720	77979	91747	101888	114023	总资产周转率	0.35	0.60	0.87	0.94	0.96
现金流量表						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应收账款周转率	8	16	17	15	14
经营活动净现金流	2859	4282	10817	11952	13343	应付账款周转率	5.08	7.42	7.84	6.63	6.38
投资活动净现金流	-7426	-7826	-504	-288	160	每股指标(元)					
筹资活动净现金流	4135	9270	-2698	-4694	-3768	每股收益(最新摊薄)	0.38	1.32	2.27	2.83	3.45
汇率变动影响	-93	-26	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.14	1.77	2.36	2.16	3.01
现金及等价物净增加	-526	5700	7615	6969	9736	每股净资产(最新摊薄)	6.33	9.80	11.35	13.30	15.67
期初现金及等价物余额	5137	4612	10311	17926	24895	估值比率					
期末现金及等价物余额	4612	10311	17926	24895	34631	P/E	127.93	34.57	19.01	15.25	12.51
						P/B	6.81	4.40	3.80	3.24	2.75

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。

耿梓瑜

金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

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。

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的存在法律禁止的利益关系。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法律责任。

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