

## 业绩阶段性承压，市占率稳步向上

2024 年 08 月 25 日

► **事件:**8月23日,公司发布2024年半年报,24H1公司实现营业收入162.13亿元,同比-53.54%,归母净利润-30.64亿元,同比-167.53%,扣非归母净利润-34.89亿元,同比-191.60%,总体由盈转亏。

分季度来看,24Q2公司实现营业收入62.81亿元,同比-63.65%,环比-36.77%,归母净利润-21.84亿元,扣非归母净利润-24.50亿元。公司24H1业绩承压主要原因系:1)光伏行业供需失衡,主链尤其是硅片处于非理性价格竞争状态,公司降本速度不及价格下跌速度,24H1公司存货资产减值为-11.09亿元;2)组件业务竞争力相对不足,在行业下行周期拖累业绩;3)参股公司maxeon业绩和股价大幅度下跌导致公司亏损加剧。

► **市占率持续提升提升,成本控制能力行业领先。**24H1公司单晶硅片产能提升至190GW,出货量约62GW,同比+18.3%,市占率为23.5%,维持行业第一。2024年以来光伏行业N型替代加速,根据公司公告今年N型渗透率有望达到80%,公司紧抓机遇,加速技术创新,推动行业N型、大尺寸转型趋势,24H1公司210大尺寸产品外销市占率达到61%,较23年全年有所提升,N型产品外销市占率达到42%,与23年相比提升6Pcts。公司在生产效率、成本上均处于行业领先地位,24H1公司N型产品实现单台月产领先行业次优约12.3%、公斤出片数领先行业次优约1.15片,在单位折旧偏高背景下,公司全成本领先行业次优约0.033元/W。

► **前瞻性布局海外产能,全球化布局持续推进。**2024年7月16日,公司与沙特阿拉伯公共投资基金(PIF)全资子公司RELC、Vision Industrie签署协议,成立合资公司推进光伏晶体晶片在沙特的本土化生产,公司持股比例为40%。该项目建成后年产能将达到20GW,落地后将成为沙特本土首个光伏晶体晶片项目,也是目前海外最大规模的晶体晶片工厂。该项目有助于公司在中东、北非及欧洲等市场市占率的提升,为进一步产业全球化、制造本土化奠定坚实基础。

► **投资建议:**预计公司24-26年实现收入349.49/498.82/590.69亿元,归母净利为-38.91/15.62/24.87亿元,对应25-26年PE为19x/12x。随着公司降本增效持续推进,叠加海外产能的扩张,公司市占率有望持续提升,后续盈利能力有望修复,维持“推荐”评级。

► **风险提示:**原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险、存货减值风险等。

**推荐**

维持评级

当前价格:

7.39元

**分析师 邓永康**

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

**分析师 林誉韬**

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

**分析师 朱碧野**

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

**分析师 王一如**

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 1.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 业绩短期承压, 出货量同比高增-2024/04/28
- 2.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 回购彰显公司长期信心-2023/10/26
- 3.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 先进产能扩张巩固领先优势-2023/08/30
- 4.TCL 中环 (002129.SZ) 2022 年年报点评: 龙头地位稳固, 技术优势铸就护城河-2023/04/02
- 5.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

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 59,146 | 34,949 | 49,882 | 59,069 |
| 增长率 (%)          | -11.7  | -40.9  | 42.7   | 18.4   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 3,416  | -3,891 | 1,562  | 2,487  |
| 增长率 (%)          | -49.9  | -213.9 | 140.1  | 59.3   |
| 每股收益 (元)         | 0.84   | -0.96  | 0.39   | 0.62   |
| PE               | 9      | -      | 19     | 12     |
| PB               | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 59,146 | 34,949 | 49,882 | 59,069 |
| 营业成本      | 47,171 | 34,717 | 43,946 | 51,822 |
| 营业税金及附加   | 278    | 349    | 499    | 591    |
| 销售费用      | 427    | 349    | 474    | 532    |
| 管理费用      | 1,432  | 909    | 1,247  | 1,418  |
| 研发费用      | 2,125  | 804    | 1,097  | 1,240  |
| EBIT      | 6,219  | -1,649 | 3,399  | 4,418  |
| 财务费用      | 904    | 1,097  | 1,104  | 1,092  |
| 资产减值损失    | -3,015 | -1,141 | -433   | -341   |
| 投资收益      | 751    | -175   | 50     | 59     |
| 营业利润      | 4,565  | -4,114 | 1,911  | 3,044  |
| 营业外收支     | -21    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额      | 4,544  | -4,114 | 1,911  | 3,044  |
| 所得税       | 645    | -82    | 268    | 426    |
| 净利润       | 3,899  | -4,032 | 1,644  | 2,618  |
| 归属于母公司净利润 | 3,416  | -3,891 | 1,562  | 2,487  |
| EBITDA    | 12,976 | 5,712  | 11,805 | 13,665 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 10,020  | 14,041  | 15,569  | 18,110  |
| 应收账款及票据     | 5,416   | 3,101   | 4,449   | 5,295   |
| 预付款项        | 1,928   | 1,389   | 1,758   | 2,073   |
| 存货          | 8,164   | 4,566   | 6,791   | 8,178   |
| 其他流动资产      | 9,099   | 5,640   | 6,057   | 6,603   |
| 流动资产合计      | 34,627  | 28,736  | 34,624  | 40,259  |
| 长期股权投资      | 2,072   | 2,072   | 2,072   | 2,072   |
| 固定资产        | 53,681  | 59,880  | 65,805  | 65,124  |
| 无形资产        | 4,341   | 5,107   | 5,809   | 5,983   |
| 非流动资产合计     | 90,436  | 91,703  | 91,458  | 91,416  |
| 资产合计        | 125,063 | 120,439 | 126,082 | 131,675 |
| 短期借款        | 250     | 250     | 250     | 250     |
| 应付账款及票据     | 15,376  | 11,128  | 14,087  | 16,611  |
| 其他流动负债      | 6,698   | 6,384   | 6,968   | 7,420   |
| 流动负债合计      | 22,324  | 17,763  | 21,305  | 24,282  |
| 长期借款        | 35,482  | 39,675  | 39,675  | 39,675  |
| 其他长期负债      | 7,020   | 7,838   | 8,295   | 8,761   |
| 非流动负债合计     | 42,502  | 47,512  | 47,970  | 48,436  |
| 负债合计        | 64,826  | 65,275  | 69,275  | 72,718  |
| 股本          | 4,043   | 4,043   | 4,043   | 4,043   |
| 少数股东权益      | 18,753  | 18,612  | 18,694  | 18,825  |
| 股东权益合计      | 60,237  | 55,164  | 56,808  | 58,957  |
| 负债和股东权益合计   | 125,063 | 120,439 | 126,082 | 131,675 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E |
|-----------------|--------|---------|--------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |         |        |       |
| 营业收入增长率         | -11.74 | -40.91  | 42.73  | 18.42 |
| EBIT 增长率        | -3.31  | -126.51 | 306.18 | 29.97 |
| 净利润增长率          | -49.90 | -213.90 | 140.13 | 59.25 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |         |        |       |
| 毛利率             | 20.25  | 0.66    | 11.90  | 12.27 |
| 净利润率            | 5.78   | -11.13  | 3.13   | 4.21  |
| 总资产收益率 ROA      | 2.73   | -3.23   | 1.24   | 1.89  |
| 净资产收益率 ROE      | 8.23   | -10.65  | 4.10   | 6.20  |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |        |       |
| 流动比率            | 1.55   | 1.62    | 1.63   | 1.66  |
| 速动比率            | 1.00   | 1.07    | 1.06   | 1.09  |
| 现金比率            | 0.45   | 0.79    | 0.73   | 0.75  |
| 资产负债率 (%)       | 51.83  | 54.20   | 54.94  | 55.23 |
| <b>经营效率</b>     |        |         |        |       |
| 应收账款周转天数        | 33.38  | 33.00   | 33.00  | 33.00 |
| 存货周转天数          | 63.17  | 60.00   | 60.00  | 60.00 |
| 总资产周转率          | 0.51   | 0.28    | 0.40   | 0.46  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |         |        |       |
| 每股收益            | 0.84   | -0.96   | 0.39   | 0.62  |
| 每股净资产           | 10.26  | 9.04    | 9.43   | 9.93  |
| 每股经营现金流         | 1.28   | 1.57    | 2.50   | 3.24  |
| 每股股利            | 0.26   | 0.00    | 0.12   | 0.18  |
| <b>估值分析</b>     |        |         |        |       |
| PE              | 9      | -       | 19     | 12    |
| PB              | 0.7    | 0.8     | 0.8    | 0.7   |
| EV/EBITDA       | 5.58   | 12.68   | 6.14   | 5.30  |
| 股息收益率 (%)       | 3.52   | 0.00    | 1.57   | 2.50  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 3,899   | -4,032 | 1,644  | 2,618  |
| 折旧和摊销       | 6,757   | 7,361  | 8,406  | 9,248  |
| 营运资金变动      | -9,735  | 393    | -1,787 | -511   |
| 经营活动现金流     | 5,181   | 6,332  | 10,098 | 13,093 |
| 资本开支        | -12,035 | -8,018 | -8,161 | -9,206 |
| 投资          | -825    | 3,878  | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -11,096 | -4,955 | -7,642 | -9,147 |
| 股权募资        | 2,227   | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 6,630   | 4,997  | 457    | 466    |
| 筹资活动现金流     | 4,706   | 2,645  | -928   | -1,406 |
| 现金净流量       | -1,208  | 4,021  | 1,528  | 2,541  |

## 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。 | 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