

公司研究

参与 MAXN 可转债奠定公司全球化基础，员工持股彰显信心

——TCL 中环（002129.SZ）近期重要公告点评

要点

事件：8月12日，公司发布《关于认购 Maxeon Solar Technologies, Ltd. 可转债暨关联交易的公告》、以及《2022 年员工持股计划（草案）》。

认购 Maxeon Solar Technologies, Ltd.（以下简称 MAXN）5 年期可转债，为公司制造全球化奠定基础。公司拟以自有资金 2.0079 亿美元认购 MAXN 发行的 5 年期可转债，本次可转债募集资金将主要用于 MAXN 公司 Maxeon 7 产品、Performance 系列产品开发及生产的资本和研发支出。MAXN 于 2020 年从 Sunpower 分拆而来并于 2020 年 8 月 26 日成功登陆美国纳斯达克，截至 2022 年 3 月，TCL 中环在 MAXN 的持股比例为 24.19%，为公司的第二大股东（第一大股东为全球领先的石油化工公司道达尔，持股比例 24.66%）。

(1) MAXN 是全球领先的光伏电池片及组件生产制造商，拥有行业领先的 IBC 电池技术（Maxeon 系列产品）和叠瓦组件技术（Performance 系列产品），目前电池产能主要位于菲律宾及马来西亚，组件组装产能位于墨西哥，2021 年实现组件出货量 1956MW。(2) 针对美国市场，MAXN 第一步将扩展其在马来西亚的电池片产能（新增 1.8GW P 型电池），同时在墨西哥新增 1.8GW 叠瓦组件生产制造能力；**第二步 MAXN 正在评估在美国本土建立约 3GW 的电池及组件产能，以更好地开拓美国光伏市场。**此外，美国近期公布的《2022 年降低通胀法案》中提出将对美国本土自建的电池/组件产能给与 4/7 美分/W 的税收抵免，我们认为这也将进一步推动 MAXN 加快推进在美国本土建立光伏制造产能。(3) 对于 TCL 中环来说，MAXN 两款全球技术领先光伏产品的持续迭代升级和海外产能的稳步扩张（尤其是美国），也将为 TCL 中环制造全球化奠定坚实的基础。

员工持股计划绑定公司与核心员工利益，保障公司稳健发展。公司拟以公司董事、监事、高级管理人员（董监高合计 6 人）、中层管理人员及其他核心骨干员工或关键岗位人员（不超过 1494 人）为对象开展 2022 年员工持股计划，总金额不超过 3.96 亿元（资金来源为计提的 2022 年持股计划专项激励基金，股票来源为 2021 及 2022 年已完成回购的公司股份），业绩考核指标为 2022 年净利润较 2021 年增长率及 2021 年净利润较 2020 年增长率平均不低于 30%。根据公司 2021 年净利润及 2022 年发展情况，我们认为公司有较大概率完成上述考核目标，进一步调动公司核心骨干及优秀员工的积极性，促进公司的长远发展。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 66.25/87.72/104.49 亿元，对应 EPS 分别为 2.05/2.71/3.23 元，当前股价对应 22 年 PE 为 25 倍。公司光伏 210 硅片行业领先优势维持，同时在半导体硅片这一科技属性赛道取得进一步突破后，在半导体行业政策红利、国产替代、景气度提升的三重因素下公司业绩和估值有望持续提升，**维持“买入”评级。**

风险提示：210 硅片出货及盈利不及预期；半导体硅片产能投放及销售不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,057	41,105	71,707	96,346	109,606
营业收入增长率	12.85%	115.70%	74.45%	34.36%	13.76%
净利润（百万元）	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
净利润增长率	20.51%	270.03%	64.41%	32.41%	19.12%
EPS（元）	0.36	1.25	2.05	2.71	3.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.67%	12.72%	17.46%	19.09%	18.85%
P/E	141	41	25	19	16
P/B	8.0	5.2	4.3	3.6	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-12

买入（维持）

当前价：50.58 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.32
总市值(亿元):	1634.61
一年最低/最高(元):	33.58/62.21
近 3 月换手率:	104.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.00	21.25	23.32
绝对	-12.02	26.62	8.31

资料来源：Wind

相关研报

业绩维持高增，工业 4.0 优势进一步凸显——TCL 中环（002129.SZ）2022 年半年度业绩预告点评（2022-07-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,057	41,105	71,707	96,346	109,606
营业成本	15,464	32,190	57,266	78,046	88,733
折旧和摊销	2,127	2,817	3,772	4,336	4,895
税金及附加	127	171	298	400	455
销售费用	159	131	215	289	329
管理费用	644	992	1,799	1,927	2,083
研发费用	619	1,859	2,868	3,661	4,165
财务费用	1,029	840	981	1,141	1,035
投资收益	303	1,168	500	400	300
营业利润	1,631	5,006	8,602	10,997	12,870
利润总额	1,692	5,000	8,596	11,017	12,908
所得税	217	565	971	1,245	1,458
净利润	1,476	4,435	7,625	9,772	11,449
少数股东损益	387	406	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
EPS(元)	0.36	1.25	2.05	2.71	3.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,859	4,282	9,656	13,183	17,180
净利润	1,089	4,030	6,625	8,772	10,449
折旧摊销	2,127	2,817	3,772	4,336	4,895
净营运资金增加	-1,614	8,100	11,403	9,058	3,877
其他	1,257	-10,665	-12,145	-8,983	-2,041
投资活动产生现金流	-7,426	-7,826	-4,771	-5,125	-5,200
净资本支出	-3,607	-5,982	-4,659	-5,500	-5,500
长期投资变化	3,174	5,128	0	0	0
其他资产变化	-6,993	-6,972	-112	375	300
融资活动现金流	4,135	9,270	5,881	-666	-7,284
股本变化	248	199	0	0	0
债务净变化	451	1,772	6,514	670	-5,577
无息负债变化	1,617	3,899	1,533	2,393	2,181
净现金流	-526	5,700	10,766	7,392	4,696

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.9%	21.7%	20.1%	19.0%	19.0%
EBITDA 率	24.1%	23.9%	18.4%	17.2%	17.3%
EBIT 率	12.8%	17.0%	13.1%	12.7%	12.8%
税前净利润率	8.9%	12.2%	12.0%	11.4%	11.8%
归母净利润率	5.7%	9.8%	9.2%	9.1%	9.5%
ROA	2.5%	5.7%	8.2%	9.3%	10.2%
ROE (摊薄)	5.7%	12.7%	17.5%	19.1%	18.9%
经营性 ROIC	5.2%	11.0%	12.1%	13.8%	15.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	52%	47%	48%	45%	39%
流动比率	0.93	1.20	1.43	1.74	2.36
速动比率	0.80	1.04	1.27	1.53	2.07
归母权益/有息债务	1.02	1.54	1.40	1.65	2.49
有形资产/有息债务	2.90	3.55	3.28	3.63	4.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	58,720	77,979	93,296	105,368	112,444
货币资金	7,516	10,746	21,512	28,904	33,600
交易性金融资产	375	1,232	1,232	1,232	1,232
应收账款	2,084	3,085	4,417	5,665	6,138
应收票据	396	107	72	96	110
其他应收款 (合计)	93	52	36	48	55
存货	2,144	3,129	4,304	5,967	6,821
其他流动资产	2,440	3,893	3,893	3,893	3,893
流动资产合计	16,085	24,459	38,276	49,160	55,631
其他权益工具	173	173	173	173	173
长期股权投资	3,174	5,128	5,128	5,128	5,128
固定资产	25,273	29,615	32,681	34,549	36,444
在建工程	7,736	8,953	7,322	6,343	4,797
无形资产	2,613	2,839	3,133	3,408	3,664
商誉	215	215	215	215	215
其他非流动资产	1,254	4,122	4,734	4,734	4,734
非流动资产合计	42,635	53,521	55,019	56,208	56,813
总负债	30,638	36,310	44,357	47,420	44,024
短期借款	1,692	1,393	6,907	6,577	0
应付账款	4,513	6,572	6,872	7,805	8,873
应付票据	2,686	2,368	2,863	3,122	3,549
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	290	382	456	496
流动负债合计	17,330	20,444	26,787	28,284	23,582
长期借款	9,226	12,633	13,633	14,633	15,633
应付债券	1,999	0	0	0	0
其他非流动负债	285	1,927	2,631	3,198	3,503
非流动负债合计	13,308	15,866	17,570	19,136	20,441
股东权益	28,081	41,670	48,939	57,948	68,420
股本	3,033	3,232	3,232	3,232	3,232
公积金	12,523	21,494	22,156	22,750	22,750
未分配利润	3,632	7,254	12,860	20,276	29,748
归属母公司权益	19,207	31,672	37,941	45,951	55,423
少数股东权益	8,874	9,997	10,997	11,997	12,997

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.83%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	3.38%	2.41%	2.51%	2.00%	1.90%
财务费用率	5.40%	2.04%	1.37%	1.18%	0.94%
研发费用率	3.25%	4.52%	4.00%	3.80%	3.80%
所得税率	13%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.06	0.11	0.24	0.30	0.35
每股经营现金流	0.94	1.32	2.99	4.08	5.32
每股净资产	6.33	9.80	11.74	14.22	17.15
每股销售收入	6.28	12.72	22.19	29.81	33.92

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	141	41	25	19	16
PB	8.0	5.2	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA	40.3	20.2	15.6	12.6	10.8
股息率	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE