

弘元绿能(603185)

报告日期: 2023年04月26日

业绩符合预期; 光伏全产业链深度一体化业绩估值有望双提升

——弘元绿能点评报告

投资要点

□ 2023年一季报: 业绩符合预期; 期待2023年一体化布局投产增厚业绩

1) **2023年Q1业绩:** 营收35.1亿元、同比下滑38%; 归母净利润6.8亿元, 同比增长3.4%。毛利率16.8%、同比提升0.9pct, 净利率19.3%、同比提升7.7pct。受益硅片价格回升。

2) **一体化布局进入加速期:** 2023年公司将覆盖工业硅+硅料+硅片+电池+组件+电站6大主要环节, 形成产业链一体化, 增强公司核心竞争力、持续打开成长天花板。

□ 2022年业绩: 同比增长77%; 四季度受库存减值影响、碳化硅持续发力

1) **2022年业绩:** 营收219亿元、同比增长101%; 归母净利润30亿元, 同比增长77%。毛利率21.4%、同比提升1.7pct, 净利率13.8%、同比下滑1.9pct。硅片出货31.2GW、同比增长79%, 产能利用率达88%。受硅料、硅片价格在2022年Q4的快速下滑, 公司资产减值损失达3.5亿元。预计2022Q4为公司阶段性盈利低点, 2023年有望逐步回升。

2) **碳化硅持续发力:** 公司新增对北京天科合达的股权投资6000万, 属于战略投资。目前公司6英寸衬底已研制成功; 碳化硅切片机市占率超90%、边缘倒角机投入试用。

□ **迈向一体化程度最高光伏龙头之一: “工业硅+硅料+硅片/设备+N型电池片+组件+电站”**公司依托光伏装备业务优势, 切入光伏产业链, 致力于成为产品线最全、一体化程度最高、产能最新、成本最低、核心竞争力最强的光伏企业之一。

1) **工业硅+硅料(自建):** 拟建15万吨高纯工业硅+10万吨高纯多晶硅项目, 其中8万吨高纯工业硅+5万吨多晶硅项目正在建设中, 一期5万吨多晶硅将于近期投产(据公司新闻)。同时政府将予公司配备3.8GW光伏+1.7GW风电电站指标, 预计将保障公司低电价优势。

2) **工业硅+颗粒硅(参股27%):** 已增资10.2亿元共同投资年产10万吨颗粒硅+15万吨高纯纳米硅项目, 参股27%。投产后公司将获得不低于70%比例的颗粒硅(对应7万吨), 满足25GW硅片的硅料需求, 强化硅料保障、硅片竞争力。

3) **硅片拉晶+切片:** 目前投产产能已达35GW拉晶+25GW切片。计划在包头投建40GW硅片产能+徐州25GW切片产能, 产能迈向75GW拉晶+50GW切片。

4) **N型电池:** 拟投建24GW N型高效电池产能。其中二期14GW高效电池正在建设中, 三期规划10GW。电池技术选择包括TOPCon、HJT等N型电池。已与一道签32亿N型硅材料订单。

5) **组件:** 拟建设16GW产能, 总投资50亿元, 一期5GW预计2023年Q3投产。

6) **新能源电站:** 公司规划5.5GW新能源电站。

□ 盈利预测与估值: 一体化最高、成本最低、竞争力最强光伏龙头之一

预计公司2023-2025年归母净利润为51/61/70亿元, 同比增长67%/21%/15%; 对应PE为7.7/6.4/5.6倍。维持“买入”评级。

风险提示: 大幅扩产导致竞争格局恶化、硅料涨价影响终端需求、技术迭代风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21909	30547	41481	52218
(+/-)(%)	101%	39%	36%	26%
归母净利润	3033	5057	6101	7024
(+/-)(%)	77%	67%	21%	15%
每股收益(元)	7.4	12.3	14.9	17.1
P/E	12.9	7.7	6.4	5.6

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬
 执业证书号: S1230522020001
 lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥95.36
总市值(百万元)	39,173.65
总股本(百万股)	410.80

股票走势图



相关报告

- 《年报业绩增长77%; 全产业链一体化业绩估值有望双提升》2023.04.11
- 《投建16GW组件、光伏全产业链一体化; 推股权激励、定增过会》2023.04.05
- 《拟更名“弘元绿色能源”; 光伏一体化布局大力推进》2023.03.14

- 2023 年公司将覆盖工业硅+硅料+硅片+电池+组件+电站 6 大主要环节，形成产业链一体化。

图1: 弘元绿能: 光伏一体化布局持续推进



资料来源: 公司官方微信公众号, 浙商证券研究所

图2: 弘元绿能: 光伏一体化布局持续推进



资料来源: 公司官方微信公众号, 浙商证券研究所

■ 订单保障：公司 2023-2026 年合计金额达 535 亿元。

表 1：公司大单合同统计，2023-2026 年合计金额达 535 亿元

公告日期	公司	项目	年份时间							合计
			2020年12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		
2020/11/3	天合光能	时间								
		销售数量(亿片)		4	4	4	4	4		20
		预计金额(亿元,含税)		20.48	20.48	20.48	20.48	20.48		102.4
2020/11/29	东方日升	时间		2021年	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		4.5	8	10	22.5			
		预计金额(亿元,含税)		20.03	39.10	54.5	113.63			
2020/12/2	阿特斯	时间	2020年12月	2021年	2022年	合计				
		销售数量(吨)	400	9600	10000	20000				
		预计销售金额(亿元,含税)	0.7	16.76	17.46	34.92				
2021/1/21	正泰新能源	时间		2021年	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		2.1	3.36	3.36	8.82			
		预计金额(亿元,含税)		7.48	15.76	17.35	40.59			
2021/1/28	通威	时间		2021年	合计					
		销售数量(亿片)		2.72	2.72					
		预计金额(亿元,含税)		13.06	13.06					
2021/10/8	龙恒新能源	时间		2021年10-12月	2022年	2023年	2024年1-9月	合计		
		销售数量(亿片)		0.23	2.27	2.40	1.80	6.7		
		预计金额(亿元,含税)		1.35	13.31	14.08	10.56	39.3		
2021/10/25	爱旭股份	时间		2021年11-12月	2022年	2023年	合计			
		销售数量(亿片)		0.60	3.60	3.60	7.8			
		预计金额(亿元,含税)		3.85	23.12	23.12	50.09			
2022/3/9	爱旭股份	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	合计		
		销售数量(亿片)			0.88	2.24	2.4	5.52		
		预计金额(亿元,含税)			5.74	14.6	15.65	35.99		
2022/3/17	捷泰新能源	时间			2022年3-12月	2023年	2024年	2025年	合计	
		销售数量(亿片)			1.28	2.4	2.4	0.4	6.48	
		预计金额(亿元,含税)			8.58	16.08	16.08	2.68	43.42	
2022/10/17	一道新能源	时间				2023年	2024年		合计	
		销售数量(亿片)				3.5	4.8		6.48	
		预计金额(亿元,含税)				25.94	36.10		62.04	
2022/10/17	一道新能源(电池)	时间				2023年			合计	
		销售数量(亿片)				3.0			6.48	
		预计金额(亿元,含税)				31.92			31.92	
2023/2/25	捷泰新能源	时间				2023年3月	2024年	2025年2月	合计	
		销售数量(亿片)				3.9	4.8	0.8	9.5	
		预计金额(亿元,含税)				24.6	29.5	4.9	59.09	
2023/3/2	阿特斯	时间				2023年			合计	
		销售数量(亿片)				2.5亿片+1万吨			2.5亿片+1万吨	
		预计金额(亿元,含税)				53.77			53.77	
2023/3/2	捷泰新能源	时间				2023年3月	2024年	2025年	2026年2月	合计
		销售数量(亿片)				2.9	4.8	4.8	0.8	13.3
		预计金额(亿元,含税)				22.9	27.5	27.5	4.6	82.42
合计金额(亿元)			0.7	83.01	143.54	319.36	155.88	55.56	4.58	763

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10082	22676	30386	39104
现金	4529	12311	17821	25480
交易性金融资产	2689	1446	1927	2021
应收账款	82	838	844	1070
其它应收款	103	148	259	275
预付账款	534	1523	2066	2207
存货	1474	5538	6553	7231
其他	671	873	916	820
非流动资产	10952	11245	14245	16423
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	915	346	461	574
固定资产	4693	6391	8254	9695
无形资产	392	502	623	755
在建工程	2506	2766	3365	3649
其他	2446	1239	1542	1751
资产总计	21034	33921	44631	55527
流动负债	8154	15914	20551	24401
短期借款	2	37	13	18
应付款项	7016	13362	17716	21089
预收账款	601	1828	2093	2397
其他	535	687	728	897
非流动负债	344	336	307	329
长期借款	90	90	90	90
其他	254	246	217	239
负债合计	8499	16249	20858	24730
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	12536	17672	23773	30796
负债和股东权益	21034	33921	44631	55527

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2955	7449	8523	9416
净利润	3033	5057	6101	7024
折旧摊销	395	362	494	625
财务费用	90	(108)	(205)	(304)
投资损失	11	(697)	(504)	(621)
营运资金变动	2301	5941	4089	3644
其它	(2875)	(3106)	(1452)	(952)
投资活动现金流	(2797)	78	(3170)	(2069)
资本支出	(2502)	(2317)	(2952)	(2346)
长期投资	(791)	569	(115)	(113)
其他	496	1826	(103)	390
筹资活动现金流	1832	255	157	313
短期借款	2	35	(24)	4
长期借款	(100)	0	0	0
其他	1930	220	182	309
现金净增加额	1990	7782	5510	7659

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21909	30547	41481	52218
营业成本	17215	24124	33083	42266
营业税金及附加	73	102	139	175
营业费用	24	34	46	58
管理费用	338	472	641	807
研发费用	974	1359	1845	2322
财务费用	90	(108)	(205)	(304)
资产减值损失	349	153	207	261
公允价值变动损益	412	318	365	342
投资净收益	(11)	697	504	621
其他经营收益	166	166	166	166
营业利润	3411	5593	6760	7762
营业外收支	(81)	(41)	(61)	(51)
利润总额	3330	5552	6699	7712
所得税	297	495	598	688
净利润	3033	5057	6101	7024
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3033	5057	6101	7024
EBITDA	3663	5802	6983	8028
EPS (最新摊薄)	7.38	12.31	14.85	17.10

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	100.72%	39.42%	35.80%	25.88%
营业利润	75.17%	63.95%	20.87%	14.83%
归属母公司净利润	77.23%	66.71%	20.66%	15.12%
获利能力				
毛利率	21.43%	21.03%	20.25%	19.06%
净利率	13.84%	16.55%	14.71%	13.45%
ROE	30.37%	33.48%	29.44%	25.74%
ROIC	23.35%	27.70%	24.64%	21.74%
偿债能力				
资产负债率	40.40%	47.90%	46.73%	44.54%
净负债比率	2.47%	1.26%	0.99%	0.84%
流动比率	1.24	1.42	1.48	1.60
速动比率	1.06	1.08	1.16	1.31
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.11	1.06	1.04
应收账款周转率	207.15	81.04	69.57	88.01
应付账款周转率	9.34	7.75	6.62	7.05
每股指标(元)				
每股收益	7.38	12.31	14.85	17.10
每股经营现金	7.19	18.13	20.75	22.92
每股净资产	30.51	43.02	57.87	74.97
估值比率				
P/E	12.92	7.75	6.42	5.58
P/B	3.13	2.22	1.65	1.27
EV/EBITDA	9.96	4.42	2.81	1.48

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>