

弘元绿能 (603185)

2022年&2023Q1 业绩点评：硅片盈利快速修复，超一体化布局正当时！

买入（维持）

2023年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

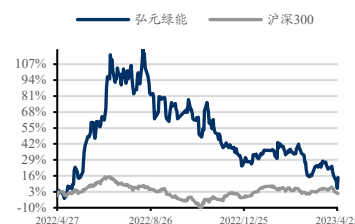
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	21,909	27,967	31,237	42,161
同比	101%	28%	12%	35%
归属母公司净利润（百万元）	3,033	4,522	5,376	6,508
同比	77%	49%	19%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	7.38	11.01	13.09	15.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.92	8.66	7.29	6.02

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年及2023年一季度，2022年公司实现营收219.09亿元，同比+101%；归母净利润30.33亿元，同比+77%；其中2022Q4实现营收44.23亿，同比+33%，环比-27%；归母净利润2.03亿元，同比-34%，环比-84%。2023Q1实现营收35.13亿元，同比-38%，环比-21%；归母净利润6.77亿元，同比+3%，环比+234%。
- **2023Q1 盈利快速修复，硅片新贵盈利坚挺。**公司2022年硅片出货31.18GW，同增79.09%，其中2022Q4出货约8GW；硅料跌价公司计提存货减值+徐州工厂火灾计提损失，我们测算单瓦盈利约3分，盈利承压。2023Q1公司硅片出货约6-6.5GW，同减10-16%，因1月价格博弈重公司整体开工率低影响出货量，后续随产业价格回升出货及盈利修复，我们测算2023Q1单瓦净利约1毛，环比修复明显。展望2023Q2，公司现有硅片产能有望充分利用，3月硅片涨价后整体盈利修复，有望保持坚挺。全年看，随硅料供应充足+石英坩埚保供，我们预计硅片出货40-50GW，有望持续增长。
- **超一体化布局即将落地，组件快速放量。**公司全产业超一体化布局即将落地，2023Q2起陆续投产。硅料上，公司自建15万吨工业硅及10万吨多晶硅，我们预计一期8+5万吨于2023年5月投产，全年硅料产量3-4万吨；电池方面，公司布局徐州24GW TOPCon 电池基地，我们预计一期14GW于2023年6月投产，全年出货10GW，享N型电池超额收益；组件方面，公司规划无锡16GW组件产能，我们预计1期5GW于2023Q3（预计7月）投产，自建弘元组件品牌，全年出货3GW+，超一体化布局即将落地，我们预计2023Q3开始整体放量。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司硅片盈利快速修复，组件产能即将落地，我们维持公司2023-2024归母净利润为45/54亿元，我们预计2025年归母净利润为65亿元，同比+49%/+19%/21%，给予2023年12xPE，对应目标价132元，基本维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧，硅料降价超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	95.36
一年最低/最高价	86.40/189.78
市净率(倍)	2.96
流通 A 股市值(百万元)	38,912.62
总市值(百万元)	39,173.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	32.24
资产负债率(%，LF)	41.68
总股本(百万股)	410.80
流通 A 股(百万股)	408.06

相关研究

《弘元绿能(603185): 2022 年度业绩预告点评：产业迅速降价 2022Q4 硅片承压，2023Q1 有望修复，硅料电池一体化静待收获》

2023-01-31

《弘元绿能(603185): 2022 年三季报点评：22Q3 硅片盈利环增超预期，硅片新贵一体化扩张!》

2022-10-10

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 219.09 亿元, 同比+100.72% (亿元, %)	3
图 2:	2022 年归母净利润 30.33 亿元, 同比+77.23% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q1 营业收入 35.13 亿元, 同比-38.09%, 环比-20.58% (亿元, %)	3
图 4:	2023Q1 归母净利润 6.77 亿元, 同比+3.36%, 环比+234.17% (亿元, %)	3
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 21.43%、13.84%	4
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 16.79%、19.27%	4
图 7:	2022 年期间费用 14.27 亿元, 同比+192.47% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q1 期间费用 3.49 亿元, 同比+7.07%, 环比+1420.60% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 6.51%, 同比+2.04pct	5
图 10:	2023Q1 期间费用率 9.92%, 同比+4.19pct, 环比+9.41pct	5
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 29.55 亿元, 同比+222.48% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流入 1.06 亿元, 同比-83.82%, 环比-58.58% (亿元, %)	6
图 13:	2022 年期末存货 14.74 亿元, 同比-39.71% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q1 期末存货 15.02 亿元, 同比-31.42%, 环比+1.88% (亿元, %)	6
图 15:	2022 年期末应收账款 0.82 亿元, 同比-37.09% (亿元, %)	6
图 16:	2023Q1 期末应收账款 4.29 亿元, 同比+80.60%, 环比+425.53% (亿元, %)	6
表 1:	2022 年收入 219.09 亿元, 同比增长 100.72%; 归母净利润 30.33 亿元, 同比增长 77.23% (单位: 亿元)	3

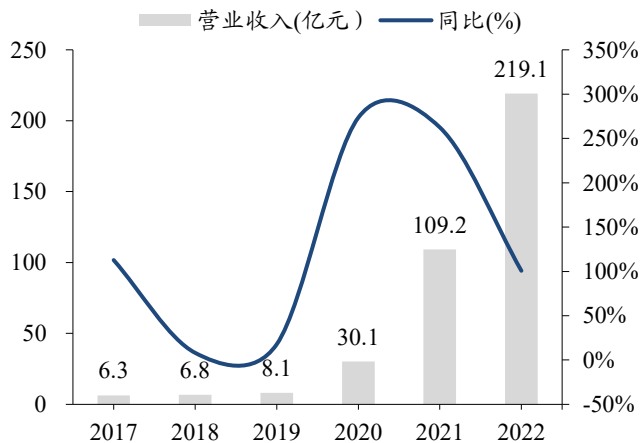
事件: 公司发布 2022 年及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 219.09 亿元, 同比+101%; 归母净利润 30.33 亿元, 同比+77%; 其中 2022Q4 实现营收 44.23 亿, 同比+33%, 环比-27%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比-34%, 环比-84%。2023Q1 实现营收 35.13 亿元, 同比-38%, 环比-21%; 归母净利润 6.77 亿元, 同比+3%, 环比+234%。

表1: 2022 年收入 219.09 亿元, 同比增长 100.72%; 归母净利润 30.33 亿元, 同比增长 77.23% (单位: 亿元)

弘元绿能	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	219.09	109.15	100.72%	35.13	56.74	-38.09%	44.23	-20.58%
营业成本	172.15	87.60	96.53%	29.23	47.71	-38.73%	38.78	-24.63%
毛利率	21.4%	19.7%	+1.68pct	16.8%	15.9%	+0.87pct	12.3%	+4.47pct
营业利润	34.11	19.47	75.17%	7.61	7.19	5.88%	2.47	208.60%
利润总额	33.30	19.47	71.03%	7.61	7.20	5.73%	1.67	355.90%
归属母公司净利润	30.33	17.11	77.23%	6.77	6.55	3.36%	2.03	234.17%
扣非归母净利润	25.43	14.34	77.35%	5.45	5.20	4.84%	1.17	367.10%
归母净利率	13.8%	15.7%	-1.83pct	19.3%	11.5%	+7.73pct	4.6%	+14.69pct
扣非归母净利率	11.6%	13.1%	-1.53pct	15.5%	9.2%	+6.35pct	2.6%	+12.88pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

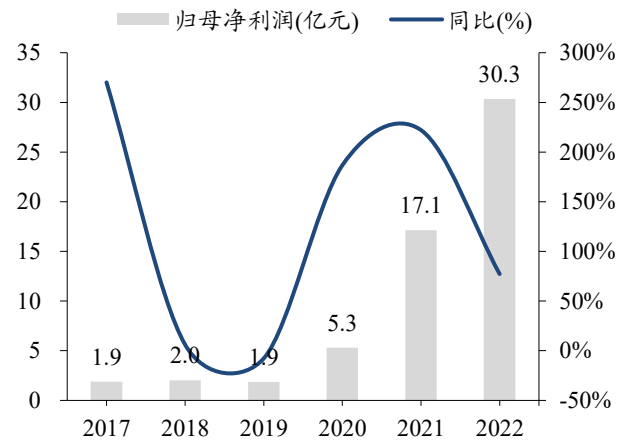
图1: 2022 年营业收入 219.09 亿元, 同比+100.72% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

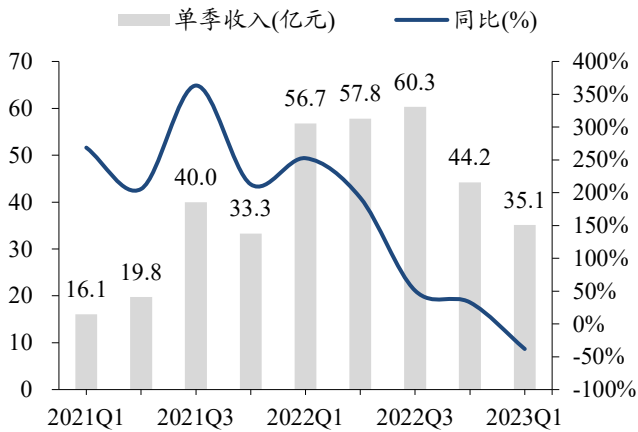
图3: 2023Q1 营业收入 35.13 亿元, 同比-38.09%, 环比-20.58% (亿元, %)

图2: 2022 年归母净利润 30.33 亿元, 同比+77.23% (亿元, %)

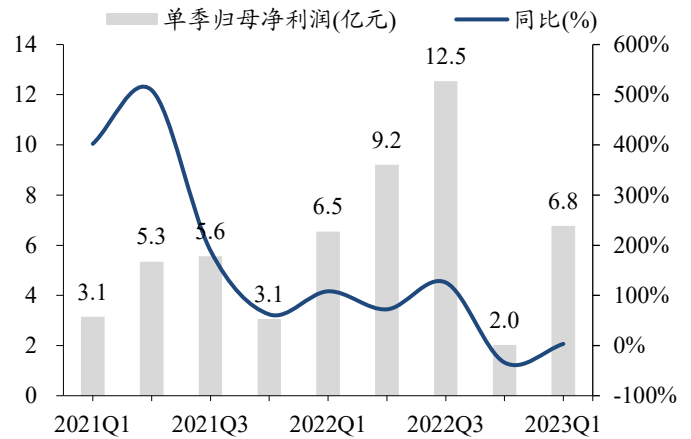


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 6.77 亿元, 同比+3.36%, 环比+234.17% (亿元, %)

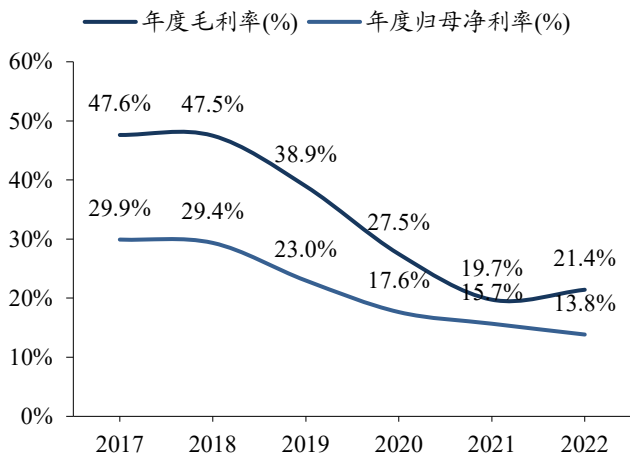


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



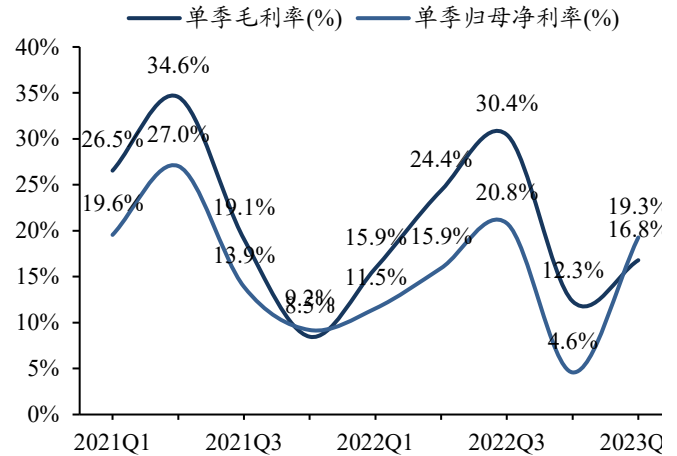
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年毛利率、净利率分别为21.43%、13.84%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1毛利率、净利率分别为16.79%、19.27%



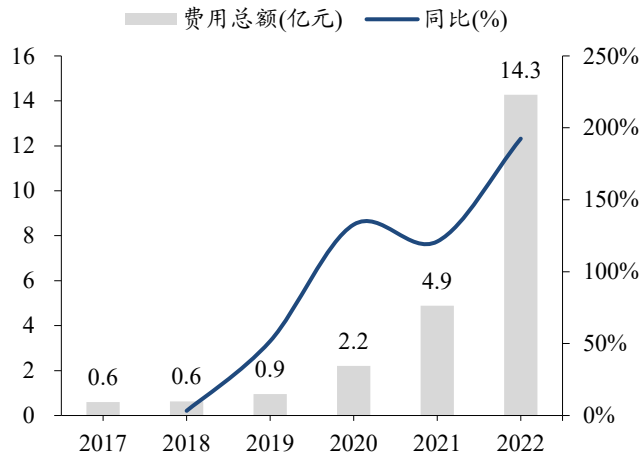
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2023Q1 盈利快速修复, 硅片新贵盈利坚挺。公司 2022 年硅片出货 31.18GW, 同增 79.09%, 其中 2022Q4 出货约 8GW; 硅料跌价公司计提存货减值+徐州工厂火灾计提损失, 我们测算单瓦盈利约 3 分, 盈利承压。2023Q1 公司硅片出货约 6-6.5GW, 同减 10-16%, 因 1 月价格博弈重公司整体开工率低影响出货量, 后续随产业价格回升出货及盈利修复, 我们测算 2023Q1 单瓦净利约 1 毛, 环比修复明显。展望 2023Q2, 公司现有硅片产能有望充分利用, 3 月硅片涨价后整体盈利修复, 有望保持坚挺。全年看, 随硅料供应充足+石英坩埚保供, 我们预计硅片出货 40-50GW, 有望持续增长。

超一体化布局即将落地, 组件快速放量。公司全产业超一体化布局即将落地, 2023Q2 起陆续投产。硅料上, 公司自建 15 万吨工业硅及 10 万吨多晶硅, 我们预计一期 8+5 万吨于 2023 年 5 月投产, 全年硅料产量 3-4 万吨; 电池方面, 公司布局徐州 24GW TOPCon

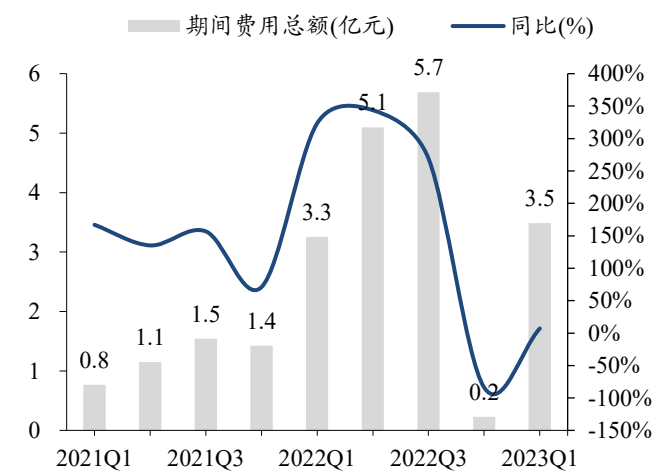
电池基地，我们预计一期 14GW 于 2023 年 6 月投产，全年出货 10GW，享 N 型电池超额收益；组件方面，公司规划无锡 16GW 组件产能，我们预计 1 期 5GW 于 2023Q3（预计 7 月）投产，自建弘元组件品牌，全年出货 3GW+，超一体化布局即将落地，我们预计 2023Q3 开始整体放量。

图7：2022 年期间费用 14.27 亿元，同比+192.47%（亿元，%）



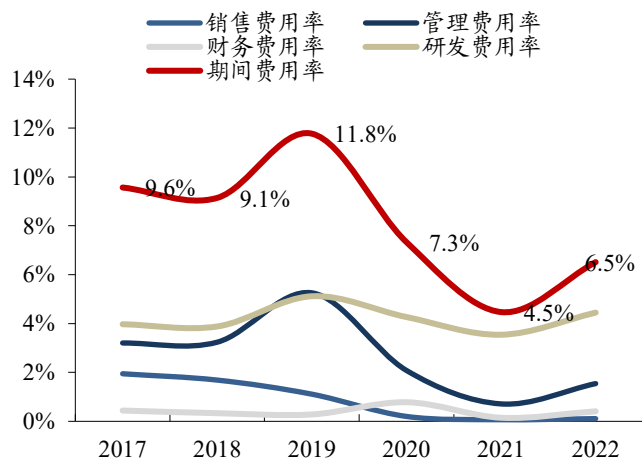
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 3.49 亿元，同比+7.07%，环比+1420.60%（亿元，%）



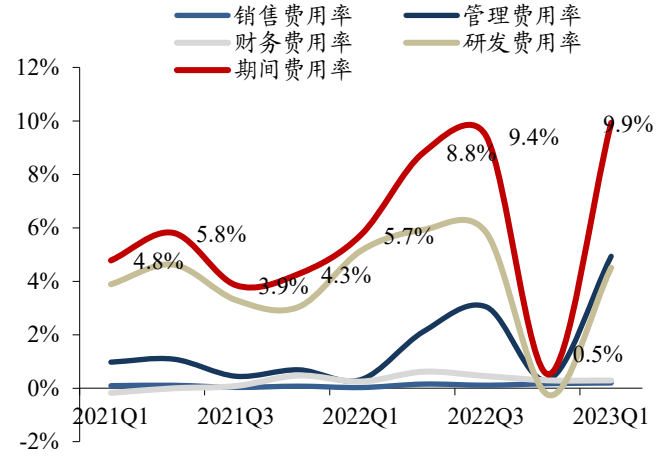
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 6.51%，同比+2.04pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q1 期间费用率 9.92%，同比+4.19pct，环比+9.41pct

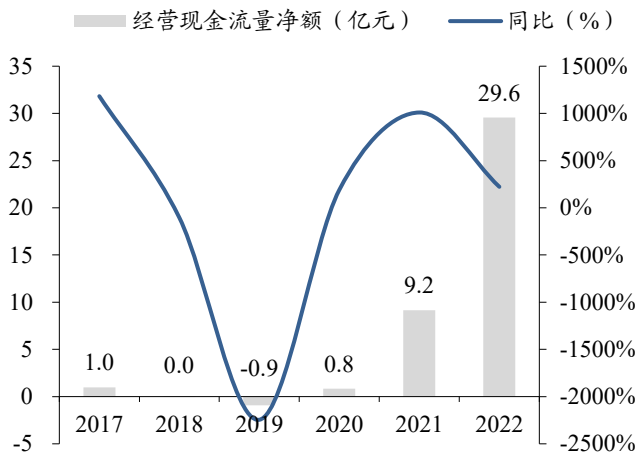


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022 年公司现金流大幅增长，存货周转天数同比下降。2022 年公司经营活动现金流量净流入 29.55 亿元，同比增长 222.48%，主要系公司单晶硅业务规模扩大，收入有所提升；销售商品取得现金 134.64 亿元，同比增长 217.37%；期末存货 14.74 亿元，同比

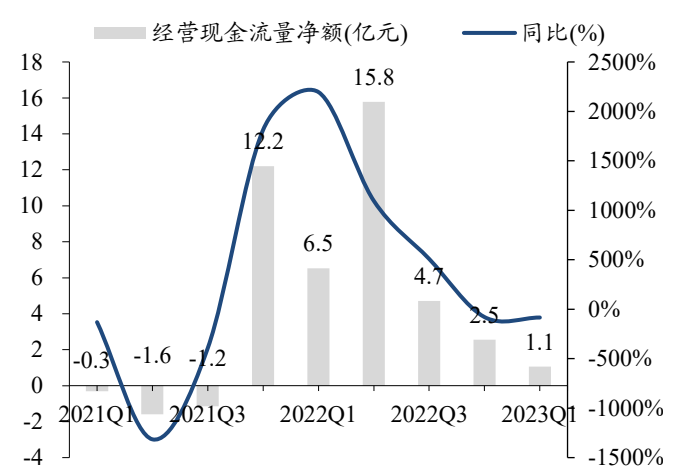
下降 39.71%；存货周转天数同比下降 24.06 天至 41.08 天。2023Q1 公司经营活动现金流量净流入 1.06 亿元，同比下降 83.82%，主要系公司支付的银票保证金、支付的各项税费及员工人数增加等综合影响所致；销售商品取得现金 29.05 亿元，同比增长 81.60%。

图11: 2022 年经营活动现金净流入 29.55 亿元, 同比 +222.48% (亿元, %)



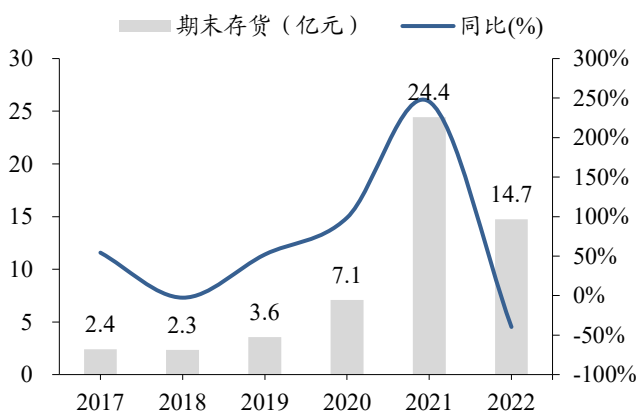
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流入 1.06 亿元, 同比-83.82%, 环比-58.58% (亿元, %)



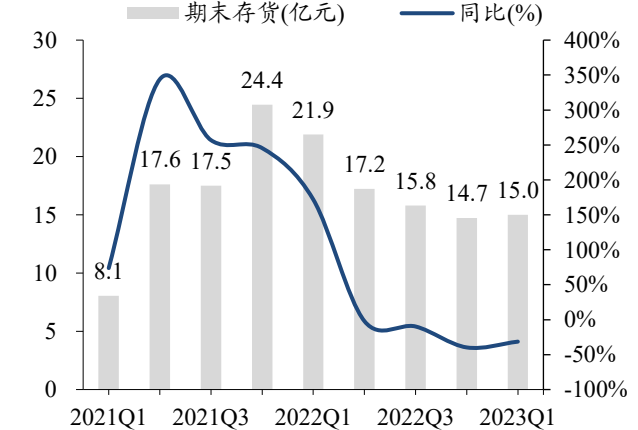
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末存货 14.74 亿元, 同比-39.71% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

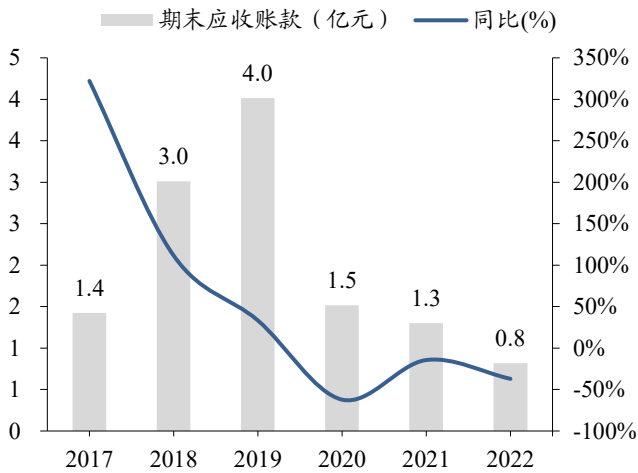
图14: 2023Q1 期末存货 15.02 亿元, 同比-31.42%, 环比+1.88% (亿元, %)



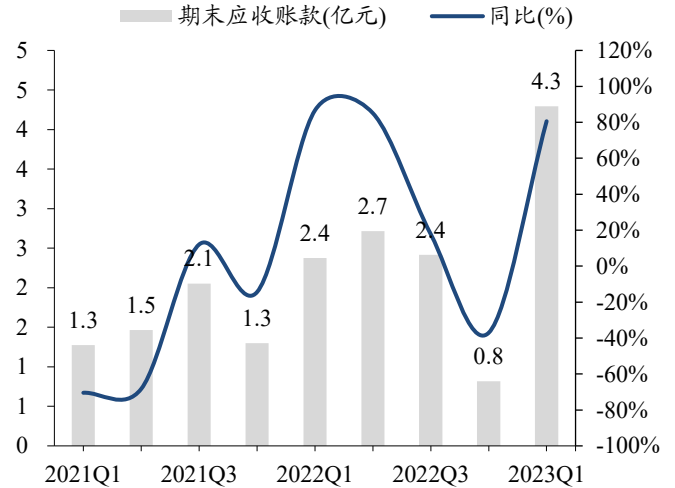
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022 年期末应收账款 0.82 亿元, 同比-37.09% (亿元, %)

图16: 2023Q1 期末应收账款 4.29 亿元, 同比+80.60%, 环比+425.53% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司硅片盈利快速修复, 组件产能即将落地, 我们维持公司 2023-2024 归母净利润为 45/54 亿元, 我们预计 2025 年归母净利润为 65 亿元, 同比+49%/+19%/21%, 给予 2023 年 12xPE, 对应目标价 132 元, 基本维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 硅料降价超预期等

弘元绿能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,082	20,121	25,210	37,657	营业总收入	21,909	27,967	31,237	42,161
货币资金及交易性金融资产	7,218	12,422	18,999	27,742	营业成本(含金融类)	17,215	22,108	24,025	32,684
经营性应收款项	1,182	3,366	2,688	4,336	税金及附加	73	64	72	97
存货	1,474	4,028	3,216	5,166	销售费用	24	255	340	443
合同资产	6	9	10	13	管理费用	338	420	344	464
其他流动资产	201	297	297	401	研发费用	974	1,342	1,249	1,686
非流动资产	10,952	11,000	10,980	10,998	财务费用	90	-8	0	19
长期股权投资	915	925	945	975	加:其他收益	166	140	219	295
固定资产及使用权资产	4,716	5,540	6,027	6,307	投资净收益	-11	1,118	625	266
在建工程	2,509	1,685	1,191	895	公允价值变动	412	115	86	100
无形资产	392	392	392	392	减值损失	-349	-15	-18	-24
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	40	6	9	营业利润	3,411	5,145	6,117	7,406
其他非流动资产	2,415	2,417	2,419	2,421	营业外净收支	-81	0	0	0
资产总计	21,034	31,121	36,190	48,656	利润总额	3,330	5,146	6,118	7,406
流动负债	8,154	13,519	13,012	18,769	减:所得税	297	624	741	898
短期借款及一年内到期的非流动负债	120	118	118	118	净利润	3,033	4,522	5,376	6,508
经营性应付款项	7,016	11,636	11,218	16,232	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	601	1,269	1,109	1,692	归属母公司净利润	3,033	4,522	5,376	6,508
其他流动负债	418	497	567	728	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.38	11.01	13.09	15.84
非流动负债	344	544	744	944	EBIT	3,106	3,779	5,206	6,787
长期借款	90	290	490	690	EBITDA	3,514	4,014	5,518	7,096
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.43	20.95	23.09	22.48
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	13.84	16.17	17.21	15.44
其他非流动负债	250	250	250	250	收入增长率(%)	100.72	27.65	11.69	34.97
负债合计	8,499	14,063	13,756	19,714	归母净利润增长率(%)	77.23	49.08	18.89	21.06
归属母公司股东权益	12,536	17,057	22,434	28,942					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	12,536	17,057	22,434	28,942					
负债和股东权益	21,034	31,121	36,190	48,656					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,955	4,126	6,029	8,601	每股净资产(元)	30.51	41.52	54.60	70.44
投资活动现金流	-2,797	746	245	-139	最新发行在外股份(百万股)	411	411	411	411
筹资活动现金流	1,832	186	193	171	ROIC(%)	27.59	21.98	22.59	22.59
现金净增加额	1,990	5,058	6,467	8,633	ROE-摊薄(%)	24.20	26.51	23.96	22.49
折旧和摊销	409	235	312	309	资产负债率(%)	48.65	40.40	45.19	38.01
资本开支	-956	-300	-300	-300	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.92	8.66	7.29	6.02
营运资本变动	-649	538	899	1,980	P/B(现价)	3.13	2.30	1.75	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

