

弘元绿能(603185)

报告日期: 2023年08月31日

业绩低点逐步过去; 下半年 N 型光伏全链一体化空间有望打开

——弘元绿能点评报告

投资要点

□ **2023 年中报: 业绩下滑 36%; 期待下半年光伏硅料+硅片+电池+组件一体化突破**
 1) **业绩低于预期:** 2023 上半年营收 72 亿元, 同比下滑 37%; 归母净利润 10.2 亿元, 同比下滑 35.5%。单 Q2 季度营收 37 亿元, 同比下滑 37%; 归母净利润 3.4 亿元, 同比下滑 63%。核心受制于上半年光伏产业链价格波动, 公司业绩有所下滑。

2) **盈利能力稳健:** 上半年毛利率 22%、同比+1.8pct, 净利率 14.2%, 同比+0.4pct。

3) **分业务亮点:** 加速储备 N 型技术, TOPCon 电池项目顺利投产打造新的盈利增长点。将完整覆盖“装备+硅料+硅片+电池+组件”五大板块, 进一步提升公司核心竞争力。

(1) **硅料:** 积极探索硅料与硅片间的产能配比, 最大化硅料产能利用率+N 型硅料品质保障。

(2) **硅片:** 形成设备与硅片联动, 在切割良率、成本方面均有显著优势, 提高盈利能力。

(3) **电池:** 首期 TOPCon 电池产能已经投产。积极探索制绒 Plus、正面 Poly、背面激光、背面铝浆、激光转印等多项技术, 提升电池效率。

□ **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 26GW N 型高效电池产能。其中一期 16GW 高效电池已投产, 二期规划 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 40/48/56 亿元, 同比增长 32%/19%/17%; 对应 PE 为 6.0/5.0/4.3 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	26224	31452	39892
(+/-) (%)	101%	20%	20%	27%
归母净利润	3033	4017	4788	5590
(+/-) (%)	77%	32%	19%	17%
每股收益(元)	5.2	7.0	8.3	9.7
P/E	7.9	6.0	5.0	4.3

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

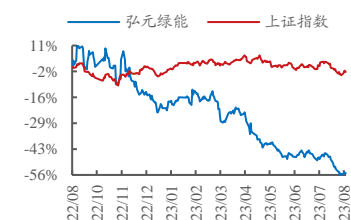
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥41.68
总市值(百万元)	24,083.31
总股本(百万股)	577.81

股票走势图



相关报告

- 《16GW TOPCon 组件首片下线; 光伏全链一体化集成商空间打开》2023.08.02
- 《16GW TOPCon 电池投产; 一体化加速落地、迎业绩估值双升》2023.07.02
- 《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》2023.04.27

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	19695	23337	29798
现金	4529	10501	13089	18624
交易性金融资产	2689	1446	1927	2021
应收账款	82	633	658	915
其它应收款	103	127	196	210
预付账款	534	1319	1570	1685
存货	1474	4795	4980	5523
其他	671	873	916	820
非流动资产	10952	11243	14241	16419
金融资产类	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	1238	1538	1746
资产总计	21034	30938	37578	46216
流动负债	8154	13803	15683	18709
短期借款	2	37	13	18
应付款项	7016	11571	13464	16108
预收账款	601	1569	1587	1831
其他	535	625	619	753
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	14138	15990	19038
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	12536	16799	21588	27178
负债和股东权益	21034	30938	37578	46216

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2955	5693	5649	7378
净利润	3033	4017	4788	5590
折旧摊销	395	362	494	625
财务费用	90	(94)	(156)	(217)
投资损失	11	(490)	(504)	(621)
营运资金变动	2301	4150	1696	2879
其它	(2875)	(2253)	(669)	(878)
投资活动现金流	(2797)	(129)	(3170)	(2069)
资本支出	(2502)	(2317)	(2952)	(2346)
长期投资	(791)	569	(115)	(113)
其他	496	1619	(103)	390
筹资活动现金流	1832	409	108	226
短期借款	2	35	(24)	4
长期借款	(100)	0	0	0
其他	1930	373	133	222
现金净增加额	1990	5973	2587	5535

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21909	26224	31452	39892
营业成本	17215	20890	25142	32282
营业税金及附加	73	88	105	134
营业费用	24	29	35	44
管理费用	338	405	486	616
研发费用	974	1166	1399	1774
财务费用	90	(94)	(156)	(217)
资产减值损失	349	262	157	199
公允价值变动损益	412	318	365	342
投资净收益	(11)	490	504	621
其他经营收益	166	166	166	166
营业利润	3411	4451	5318	6189
营业外收支	(81)	(41)	(61)	(51)
利润总额	3330	4411	5258	6138
所得税	297	394	469	548
净利润	3033	4017	4788	5590
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3033	4017	4788	5590
EBITDA	3663	4674	5591	6541
EPS (最新摊薄)	5.25	6.95	8.29	9.67

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	100.72%	19.69%	19.94%	26.84%
营业利润	75.17%	30.50%	19.47%	16.37%
归属母公司净利润	77.23%	32.45%	19.19%	16.75%
获利能力				
毛利率	21.43%	20.34%	20.06%	19.08%
净利率	13.84%	15.32%	15.22%	14.01%
ROE	30.37%	27.39%	24.95%	22.93%
ROIC	23.35%	23.09%	21.29%	19.67%
偿债能力				
资产负债率	40.40%	45.70%	42.55%	41.19%
净负债比率	2.47%	1.45%	1.29%	1.09%
流动比率	1.24	1.43	1.49	1.59
速动比率	1.06	1.08	1.17	1.30
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.01	0.92	0.95
应收账款周转率	207.15	79.61	64.74	88.30
应付账款周转率	9.34	7.42	6.23	7.07
每股指标(元)				
每股收益	5.25	6.95	8.29	9.67
每股经营现金	5.11	9.85	9.78	12.77
每股净资产	30.51	29.07	37.36	47.04
估值比率				
P/E	7.94	5.99	5.03	4.31
P/B	1.37	1.43	1.12	0.89
EV/EBITDA	9.96	2.64	1.66	0.56

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>