

海源复材 (002529)  
/ 机械设备

证券研究报告/公司点评

2023年2月14日

**评级: 买入(首次覆盖)**

市场价格: 19.36

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke03@r.qlzq.com.cn

## 公司盈利预测及估值

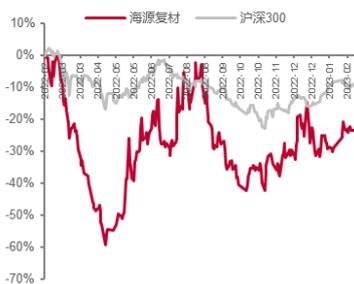
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	300	254	279	5,414	15,596
增长率 yoy%	38%	-15%	10%	1843%	188%
净利润(百万元)	33	-109	-119	307	896
增长率 yoy%	106%	-433%	-9%	358%	192%
每股收益(元)	0.13	-0.42	-0.46	1.18	3.44
每股现金流量	0.59	-0.02	0.69	5.58	27.40
净资产收益率	3.84%	-14.62%	-20.63%	36.89%	53.44%
P/E	153	-46	-42	16	6
P/B	6	7	9	6	3

备注: 股价取自 2023 年 2 月 13 日

## 基本状况

总股本(百万股)	260.00
流通股本(百万股)	260.00
市价(元)	19.36
市值(百万元)	5033.60
流通市值(百万元)	5033.60

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 投资要点

- **事件:** 1月31日, 公司发布2022年业绩预告, 2022年公司预计实现归母净利润-1.30~-1.10亿元, 同比减少约0.01~0.21亿元; 预计实现扣非后归母净利润-1.58~-1.38亿元, 同比减少约0.45~0.65亿元。

- **2022年业绩承压, 主要受原料价格上涨及非经常性损失影响。**

公司预计2022年归母净利润与扣非归母净利润同比下降, 业绩亏损的主要原因包括: ①受大宗商品等原材料价格上涨影响, 公司采购成本上涨; ②公司加大对机械装备产品的升级换代, 优化整合产品线, 聚焦于有市场竞争力的产品生产, 对部分产品及资产计提约3400万元的资产减值损失; ③公司计提坏账准备约2900万元。

- **积极布局光伏业务, 看好公司长期发展。**

2022年公司光伏业务及复合材料制品业务营收同比增幅较大, 呈现良好发展态势。公司拟在全椒县经开区投资建设10GW TOPCon 光伏电池项目(一期), 其中1-1期规划产能4GW(拟投资18.56亿元), 1-2期规划产能6GW; 以及5GW HJT 光伏电池及3GW 光伏组件项目(二期)。项目如顺利实施, 有利于扩大公司光伏电池产能, 优化公司新能源产业布局, 持续提升公司综合竞争力。

- **铜电镀降本增效明显, 项目进展顺利。**

公司的电镀铜技术目前处于国内领先地位, 可共享于HJT及TOPCon技术, 对标传统电池银浆, 采用电镀铜工艺技术可降低约50%的成本, 增加0.3%的转换效率。目前公司在电镀铜中试线效果良好, 且工艺趋于稳定, 有望于2023年具备产业化能力, 于2024年形成规模化产能。基于此, 我们认为公司有望成为行业内首家应用电镀铜工艺的光伏企业。

- **2023年TOPCon行业高景气延续, 公司有望充分受益。**

我们认为TOPCon第一波机会是由产品参数超预期引领的扩产高景气, 目前该逻辑已经充分演绎; 第二波机会是由盈利兑现带来扩产超预期。TOPCon电池单W净利润达0.08~0.10元/W, 投资回收期仅需1.5~2年, 扩产优势明显。据不完全统计, 2023年TOPCon电池产能与出货量有望分别超190GW、110GW, 2023年依旧是TOPCon扩产大年, 行业高景气延续, 公司有望充分受益。

- **盈利预测:** 基于公司2022年业绩预告、TOPCon较高的盈利水平以及公司拟建设的15GW高效光伏电池片项目, 我们预计公司2022-2024年归母净利润为-1.19、3.07、8.96亿元, 对应的PE分别为-42、16、6倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

- **风险提示:** 光伏项目不及预期; 铜电镀项目不及预期; TOPCon盈利不及预期。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

