

弘元绿能 (603185.SH)

硅片主业稳步发展，积极布局一体化产能

增持

核心观点

2022 年度营收利润大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 219 亿元，同比+100.7%，其中硅片业务营业收入 216 亿元，占比 98.7%；2022 年实现归母净利润 148 亿元，同比+77.2%；综合毛利率 21.4%，同比+1.7pct；销售净利率 13.8%，同比-1.9pct。

23Q1 营收毛利环比下降，净利相对稳定。23Q1 实现营收 35.1 亿元，同比-38.1%，环比-20.6%。23Q1 实现归母净利润 6.8 亿元，同比+3.4%，环比+234.2%。公司 23Q1 销售毛利率 16.8%，环比-4.6pct；销售净利率 19.3%，环比+5.4pct。净利率高于毛利率，主要原因是 2022 年 12 月硅料价格大幅下跌，公司 22Q4 存在 3.54 亿元的资产减值准备计提，而 23Q1 硅料价格有所反弹，公司存在 3.44 亿元的资产减值准备冲回。

硅片出货高增，产能稳步提升。2022 年公司硅片出货 31.2GW，同比增长 79.1%。截至 2022 年底，公司拥有 35GW 单晶硅棒产能，公司在手项目为内蒙古包头的年产 40GW 项目，我们预计其中一期 20GW 项目将于今年下半年投产。此外，公司自有切片产能截至 4 月底以达到 25GW，降低委托加工切片的比例，提高了公司单晶硅业务的盈利能力。未来自有切片产能比例有望提高至接近 100%。

积极推进光伏一体化产能建设。目前公司在建产能包括包头 10 万吨硅料，徐州 24GW TOPCon 电池片和无锡 16GW 组件项目。均分为两期投建，根据项目规划，预计今年 7 月底前可以完成投产 5 万吨硅料，14GW 电池片以及 5GW 组件，初步完成一体化产能的搭建，降低原材料成本，提升公司生产经营的稳定性。

拟实施定增，投建硅料产能。公司公告将进行定增，募集资金总额不超过 58.2 亿元，主要用于包头 5 万吨硅料项目的建设，以及补充流动资金。

风险提示：公司产能投放不及预期，光伏行业各环节竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

投资建议：由于硅料价格下跌速度较快，我们下调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 47.0/57.0/65.7 亿元（原 2023/2024 年预测为 55.4/66.9 亿元），同比增速 55.0%/21.3%/15.2%，对应 5 月 8 日收盘价的动态 PE 为 7.4/6.1/5.3x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,915	21,909	24,295	27,810	32,640
(+/-%)	262.5%	100.7%	10.9%	14.5%	17.4%
净利润(百万元)	1711	3033	4701	5704	6568
(+/-%)	222.1%	77.2%	55.0%	21.3%	15.2%
每股收益(元)	6.22	7.38	11.44	13.88	15.99
EBIT Margin	15.2%	15.0%	21.4%	23.8%	24.8%
净资产收益率 (ROE)	33.9%	30.4%	32.0%	29.6%	27.0%
市盈率 (PE)	13.5	11.4	7.4	6.1	5.3
EV/EBITDA	16.0	11.7	8.5	6.5	5.2
市净率 (PB)	3.11	2.76	2.05	1.60	1.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王昕宇

021-60375422

cnwangxinyu6@guosen.com.cn

S0980522090002

证券分析师：李恒源

021-60875174

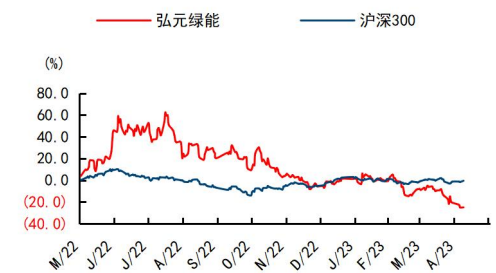
lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	84.12 元
总市值/流通市值	34556/34415 百万元
52 周最高价/最低价	189.78/83.31 元
近 3 个月日均成交额	566.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《上机数控 (603185.SH) - 光伏硅片业务快速发展，积极延伸一体化产能布局》——2022-12-06

营收利润大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 219 亿元，同比+100.7%；其中硅片业务营业收入 216 亿元，占比 98.7%；23Q1 实现营收 35.1 亿元，同比-38.1%，环比-20.6%。2022 年实现归母净利润 148 亿元，同比+77.2%；23Q1 实现归母净利润 6.8 亿元，同比+3.4%，环比+234.2%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



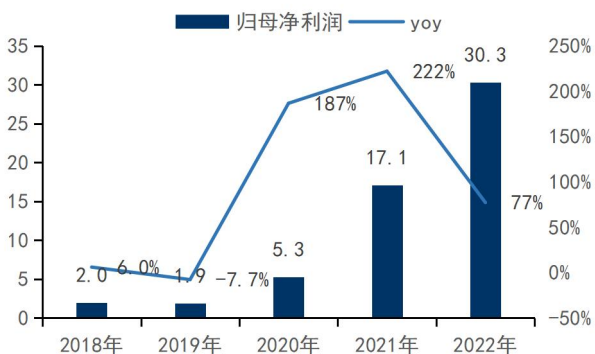
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



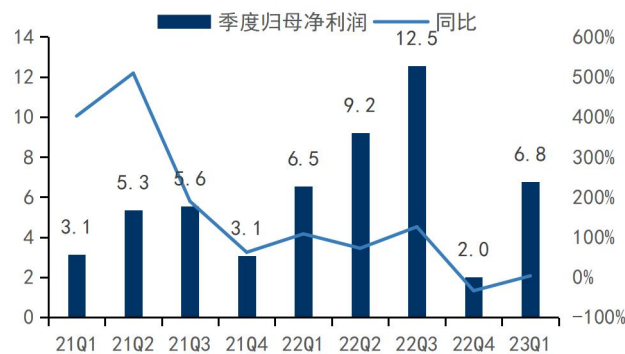
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

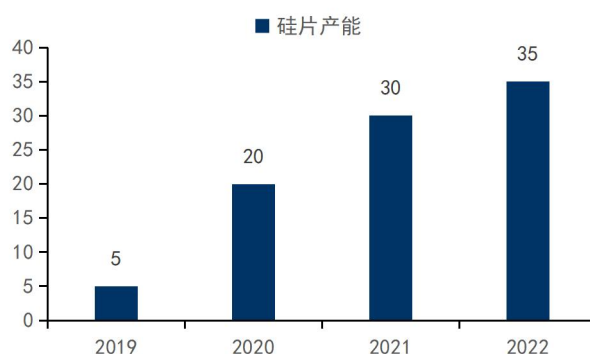
2022 年公司硅片出货 31.2GW，同比增长 79.1%。截至 2022 年底，公司拥有 35GW 单晶硅棒产能，公司在手项目为内蒙古包头的年产 40GW 项目，我们预计其中一期 20GW 项目将于今年下半年投产。此外，公司自有切片产能截至 4 月底已达到 25GW，降低委托加工切片的比例，提高了公司单晶硅业务的盈利能力。未来自有切片产能比例有望提高至接近 100%。

图5: 公司硅片出货量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

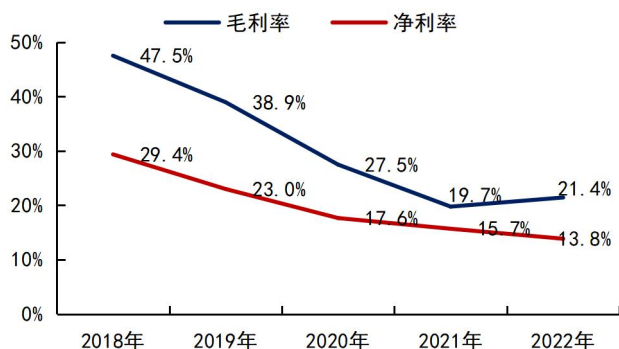
图6: 公司单晶硅棒年底产能 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

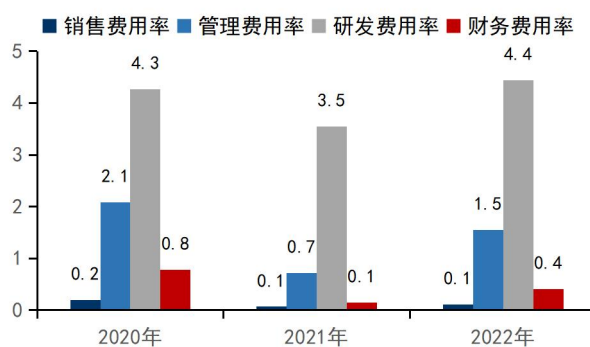
毛利率提升, 净利率下降, 期间费用率有所提升。2022年, 公司综合毛利率 21.4%, 同比+1.7pct; 销售净利率 13.8%, 同比-1.9pct。期间费用率方面: 销售费用率 0.1%, 同比持平; 管理费用率 1.5%, 同比+0.8pct; 研发费用率 4.4%, 同比+0.9pct, 财务费用率-0.4%, 同比+0.3pct。

图7: 公司销售毛利率和销售净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

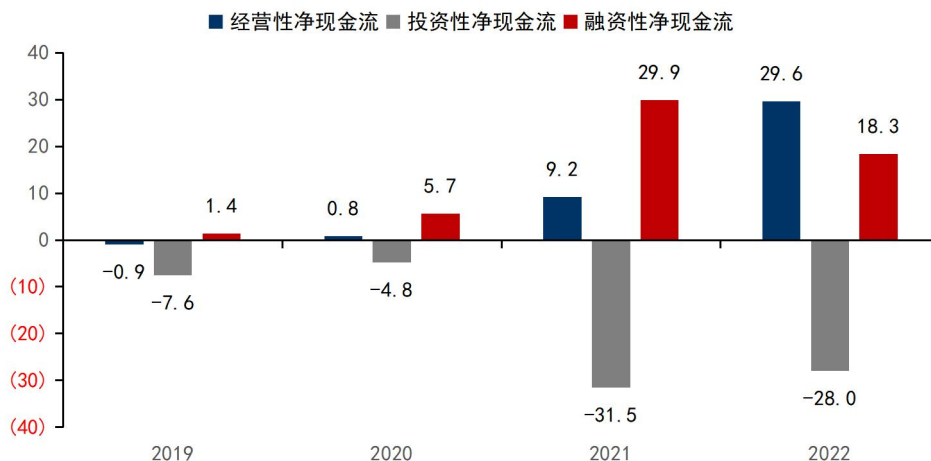
图8: 公司各项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年度公司经营性现金净流入 29.6 亿元，规模同比大幅增加 222.5%；投资性净流出 28 亿元，规模同比降低 11.3%，扩产节奏略有放缓，预计 2023 年资本开支将显著增加；融资性净流入 18.3 亿元，规模同比下降 38.7%。公司经营性现金流充裕，积极进行定增募资，推动公司向一体化光伏制造商转型战略的快速落地。

图9：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司公告将进行定增，募集资金总额不超过 58.19 亿元，主要用于包头 5 万吨硅料项目的建设，以及补充流动资金。

表1：公司定增募投项目

序号	项目	总投资额（亿元）	本次募集资金投入（亿元）
1	年产 5 万吨高纯晶硅项目	47.20	42.00
2	补充流动资金项目	16.19	16.19
	合计	63.39	58.19

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

随着公司硅片产能的投产、爬坡，硅片出货量有望保持高增长趋势。此外，公司积极推进一体化产能建设，硅料、电池、组件产能在 2023 年均均有投产，增加生产经营稳定性。我们预计公司 2023-2025 年硅片出货量分别为 42.8/52.0/64.0GW，实现主营业务收入分别为 242.9/278.1/326.4 亿，同比增长 10.9%/14.5%/17.4%。实现归母净利润 47.0/57.0/65.7 亿元，同比增速 55.0%/21.3%/15.2%。

表2：公司营收毛利拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏硅片（考虑自供硅料的成本抵减，销量包含用于电池生产部分）					
销售量（GW）	17.4	31.2	42.8	52.0	64.0
收入（亿元）	107.5	216.2	217.0	218.4	244.5
增速	293.9%	101.0%	0.4%	0.7%	11.9%
毛利（亿元）	21.2	46.3	61.5	74.2	86.7
毛利率	19.7%	21.4%	28.3%	34.0%	35.4%
单瓦毛利（元/W）	0.12	0.15	0.14	0.14	0.14
硅料产量			6.0	16.2	23.4
硅料自供比例			22.5%	44.2%	55.3%
光伏电池（不考虑硅片自供带来的成本抵减）					
销售量（GW）			6.0	16.2	23.4
收入（亿元）			53.8	125.1	168.9
增速				132.7%	35.0%
毛利（亿元）			8.9	22.6	32.8
毛利率			16.6%	18.1%	19.4%
单瓦毛利（元/W）			0.15	0.14	0.14
光伏专用设备					
收入（亿元）	0.86	0.59	0.59	0.59	0.59
毛利（亿元）	0.24	0.16	0.16	0.16	0.16
毛利率	27.4%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
通用磨床					
收入（亿元）	0.44	0.25	0.25	0.25	0.25
毛利（亿元）	0.09	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利率	21.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
半导体设备					
收入（亿元）		0.5	0.5	0.5	0.5
毛利（亿元）		0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率		44.1%	44.1%	44.1%	44.1%
成本收入抵消（由自供硅片产生）					
营业收入（亿元）			-30.2	-67.8	-89.4
营业成本（亿元）			-23.1	-50.1	-66.0
毛利（亿元）			-7.1	-17.8	-23.4
合计					
主营业务收入（亿元）	108.8	217.0	241.4	276.6	324.9
增速	264.4%	99.4%	11.3%	14.6%	17.5%
毛利（亿元）	21.5	46.5	63.5	79.3	96.2
毛利率	19.8%	21.4%	26.3%	28.7%	29.6%

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 47.0/57.0/65.7 亿元（原 2023/2024 年预测为 55.4/66.9 亿元），同比增速 55.0%/21.3%/15.2%，对应 5 月 8 日收盘价的动态 PE 为 7.4/6.1/5.3x。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2189	4529	3000	3500	4000	营业收入	10,915.3	21,909.4	24,294.9	27,810.1	32,640.0
应收款项	130	82	2330	3810	5365	营业成本	18	37	75	32	34
存货净额	2444	1474	6656	9143	10731	营业税金及附加	8760	17215	17906	19837	22971
其他流动资产	1301	767	1432	1587	1838	销售费用	29	73	65	74	87
流动资产合计	8530	10082	17048	21766	25822	管理费用	7	24	24	28	33
固定资产	4700	7203	17944	26218	32030	研发费用	78	338	243	278	326
无形资产及其他	221	392	407	421	435	财务费用	387	974	850	973	1142
其他长期资产	916	2443	1944	2225	2285	投资收益	16	90	266	610	785
长期股权投资	123	915	1915	2415	2415	资产减值及公允价值变动	46	(11)	520	650	382
资产总计	14491	21034	39257	53045	62986	其他收入	(18)	(349)	(50)	(50)	(50)
短期借款及交易性金融负债	113	120	14491	22551	26380	营业利润	299	927	170	150	150
应付款项	5651	7016	5845	6717	7220	营业外净收支	1947	3411	5530	6710	7727
其他流动负债	246	418	500	416	359	营业外净收支	(0)	(81)	0	0	0
流动负债合计	6710	8154	22051	31075	35590	利润总额	1947	3330	5530	6710	7727
长期借款及应付债券	190	90	90	90	90	所得税费用	236	297	830	1007	1159
其他长期负债	150	254	254	254	254	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期负债合计	340	344	344	344	344	归属于母公司净利润	1711	3033	4701	5704	6568
负债合计	7050	8499	22395	31419	35934	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	1711	3033	4701	5704	6568
股东权益	7441	12536	16862	21625	27053	资产减值准备	(6)	(354)	(50)	(50)	(50)
负债和股东权益总计	14491	21034	39257	53045	62986	折旧摊销	234	394	1495	3491	5404
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	公允价值变动损失	(225)	(412)	(120)	(100)	(100)
每股收益	6.22	7.38	11.44	13.88	15.99	财务费用	16	90	266	610	785
每股红利	2.00	0.91	2.29	2.78	3.20	营运资本变动	1852	3270	(8850)	(3154)	(2770)
每股净资产	27.04	30.51	41.05	52.64	65.85	其它	(2650)	(2976)	(84)	110	553
ROIC	36%	43%	26%	18%	16%	经营活动现金流	916	2955	(2909)	6001	9605
ROE	34%	30%	32%	30%	27%	资本开支	(849)	(956)	(12250)	(11780)	(11230)
毛利率	20%	21%	26%	29%	30%	其它投资现金流	(2303)	(1841)	(101)	(232)	222
EBIT Margin	15%	15%	21%	24%	25%	投资活动现金流	(3153)	(2797)	(12351)	(12012)	(11008)
EBITDA Margin	17%	17%	28%	36%	41%	权益性融资	3227	2612	0	0	0
收入增长	263%	101%	11%	14%	17%	负债净变化	(62)	(140)	14371	8061	3828
净利润增长率	222%	77%	55%	21%	15%	支付股利、利息	(160)	(550)	(374)	(940)	(1141)
资产负债率	49%	40%	57%	59%	57%	其它融资现金流	(32)	(40)	14371	8061	3828
股息率	2.4%	1.1%	2.7%	3.3%	3.8%	融资活动现金流	2990	1832	13731	6511	1903
P/E	13.5	11.4	7.4	6.1	5.3	现金净变动	754	1990	(1529)	500	500
P/B	3.1	2.8	2.0	1.6	1.3	货币资金的期初余额	559	2189	4529	3000	3500
EV/EBITDA	16.0	11.7	8.5	6.5	5.2	货币资金的期末余额	2189	4529	3000	3500	4000
						企业自由现金流	2691	5698	(15180)	(5816)	(1728)
						权益自由现金流	2834	5477	(1035)	1727	1433

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032