

弘元绿能 (603185.SH)

业绩修复，上下游一体化布局打开天花板

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,915	21,909	29,819	36,409	49,334
增长率 yoy (%)	262.5	100.7	36.1	22.1	35.5
归母净利润(百万元)	1,711	3,033	4,362	5,462	6,552
增长率 yoy (%)	222.1	77.2	43.8	25.2	19.9
ROE (%)	23.0	24.2	27.5	26.8	25.4
EPS 最新摊薄(元)	4.17	7.38	10.62	13.30	15.95
P/E (倍)	20.2	11.4	7.9	6.3	5.3
P/B (倍)	4.6	2.8	2.2	1.7	1.3

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

事件 1: 4月27日公司发布 2022 年年度报告, 报告期内共实现营收 219.09 亿元, 同比增长 100.72%; 实现归母净利润 30.33 亿元, 同比增长 77.23%; 实现扣非净利润 25.43 亿元, 同比增长 77.35%。

事件 2: 4月27日公司发布 2023 年一季度报告, 报告期内共实现营收 35.13 亿元, 同比下降 38.09%; 实现归母净利润 6.77 亿元, 同比增长 3.36%; 实现扣非归母净利润 5.45 亿元, 同比增长 4.84%。

2022 年公司业绩亮眼, 单晶硅盈利修复打开公司成长空间。 2022 年公司单晶硅龙头地位持续稳固。各业务版块中, 光伏专用设备、半导体设备、通用磨床、单晶硅分别实现营收 0.59 亿元、0.54 亿元、0.25 亿元、216.15 亿元, 分别实现毛利率 27.81%、44.14%、18.91%、21.41%, 单晶硅板块业绩表现亮眼。公司各版块产品产销有所分化。2022 年公司光伏专用设备、半导体设备、通用磨床、单晶硅产量分别在 264 台、49 台、205 台、6.94 万吨, 同比分别 -39.59%、+308.33%、-34.29%、+40.46%; 销量分别在 64 台、36 台、173 台、7.00 万吨, 其中光伏专用设备、通用磨床、单晶硅销量同比分别 -37.25%、-40.14%、+53.73%。2022 年, 公司单晶硅片出货量 31.18GW, 同比 2021 年单晶硅片出货量 17.41GW 增长 79.09%。此外, 2022 年单晶 182、单晶 210 硅片年均价格分别在 6.90 元/片、9.12 元/片, 同比分别 +25.9%、+22.6%, 公司单晶硅片价格上涨叠加产销双增致公司单晶硅板块业绩有所增厚, 公司单晶硅领先优势有望随规模扩大而持续巩固。

2023 年 Q1 公司原材料价格下降致公司产品售价同比下滑, 公司营业收入同比下降 38.09%。2023 年光伏行业景气度有望维持, 硅片盈利有望持续增厚, 打开公司未来成长空间。

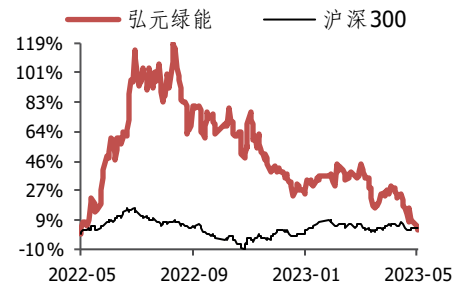
单晶硅产能持续扩大, 持续推进光伏产业链上下游一体化布局。 2019 年, 公司由设备业务向光伏单晶硅领域拓展, 形成“高端装备+核心材料”的“双轮驱动”业务格局。截至 2022 年末, 公司拥有单晶硅产能 35GW, 公司单晶硅产能持续扩大。2022 年 2 月公司投建年产 15 万吨高纯工业硅及 10 万吨高纯晶硅项目; 2022 年 8 月投建徐州新能源产业园。此外, 公司包头 15 万吨工业硅及 10 万吨多晶硅项目及徐州电池片项目预计于 2023Q2 投产, 公司

增持 (首次评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2023 年 5 月 5 日收盘价(元)	84.03
总市值(百万元)	34,519.31
流通市值(百万元)	34,377.75
总股本(百万股)	410.80
流通股本(百万股)	409.11
近 3 月日均成交额(百万元)	574.66

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

持续加强光伏产业链上下游布局，已形成了包括硅料、单晶硅片、太阳能电池、太阳能组件的产业链体系，一体化优势有望逐步凸显。

研发驱动产品迭代升级，业务板块协同效应显著。公司在设备制造领域具备从硅棒/硅锭到硅片加工所需全套设备的生产能力，能够为下游硅片生产企业生产线搭建提供充足的选择空间。此外，公司高硬脆专用设备业务主要集中于高硬脆材料的加工领域，公司光伏单晶硅生产业务的产品为单晶方棒及硅片，二者协同效应显著。截至 2022 年末，公司年产 25GW 单晶硅切片产能已达产，其切割良率、切片成本均有优势，公司依托自身设备业务技术优势，显著提高了公司单晶硅业务的盈利能力。项目建设完毕后，徐州产业基地将形成“切片+电池”的业务格局，推动公司一体化格局的发展。

投资建议：公司是单晶硅行业龙头，上下游深度布局垂直一体化，实现供应链资源整合，我们看好未来公司成长动能。预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 298.19 亿元、364.09 亿元和 493.34 亿元，实现归母净利润分别为 43.62 亿元、54.62 亿元和 65.52 亿元，同比增长 43.8%、25.2%、19.9%。对应 EPS 分别为 10.62、13.30、15.95，当前股价对应的 PE 倍数分别为 7.9X、6.3X、5.3X，给予“增持”评级。

风险提示：产能扩张不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8530	10082	15699	14831	23182
现金	2189	4529	5894	7341	9965
应收票据及应收账款	130	82	769	53	963
其他应收款	100	103	0	196	36
预付账款	816	534	1596	1030	2327
存货	2444	1474	3874	2599	6371
其他流动资产	2851	3360	3567	3613	3519
非流动资产	5960	10952	15078	19295	26011
长期投资	123	915	1671	2415	3145
固定资产	4123	4693	8192	11246	16247
无形资产	221	392	449	518	601
其他非流动资产	1494	4952	4766	5116	6017
资产总计	14491	21034	30777	34125	49193
流动负债	6710	8154	14741	13537	23102
短期借款	0	2	1043	2357	1214
应付票据及应付账款	5651	7016	13253	10672	21302
其他流动负债	1059	1136	445	509	586
非流动负债	340	344	145	198	325
长期借款	190	90	145	198	324
其他非流动负债	150	254	1	1	1
负债合计	7050	8499	14886	13736	23427
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	275	411	575	575	575
资本公积	4503	7036	6872	6872	6872
留存收益	2685	5168	8193	11908	16366
归属母公司股东权益	7441	12536	15891	20389	25767
负债和股东权益	14491	21034	30777	34125	49193

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	916	2955	6007	5945	12592
净利润	1711	3033	4362	5462	6552
折旧摊销	235	395	463	726	1061
财务费用	16	90	182	279	355
投资损失	-46	11	-15	-17	-7
营运资金变动	-852	-649	1427	-190	4974
其他经营现金流	-148	76	-412	-316	-343
投资活动现金流	-3153	-2797	-4362	-4643	-7468
资本支出	849	956	4542	4148	6902
长期投资	-2312	-1994	-756	-744	-730
其他投资现金流	9	153	936	249	165
筹资活动现金流	2990	1832	-1324	-1168	-1357
短期借款	-110	2	1041	1313	-1143
长期借款	-29	-100	55	53	126
普通股增加	31	136	164	0	0
资本公积增加	3250	2533	-164	0	0
其他筹资现金流	-152	-739	-2420	-2534	-341
现金净增加额	754	1990	321	134	3767

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10915	21909	29819	36409	49334
营业成本	8760	17215	23494	28439	39413
营业税金及附加	29	73	92	80	89
营业费用	7	24	30	33	54
管理费用	78	338	471	532	710
研发费用	387	974	1342	1729	2309
财务费用	16	90	182	279	355
资产减值损失	-6	-354	-358	-400	-493
其他收益	56	166	82	101	116
公允价值变动收益	225	412	212	283	302
投资净收益	46	-11	15	17	7
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	1947	3411	4927	6151	7363
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	81	80	82	83
利润总额	1947	3330	4847	6069	7280
所得税	236	297	485	607	728
净利润	1711	3033	4362	5462	6552
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1711	3033	4362	5462	6552
EBITDA	2129	3595	5194	6710	8203
EPS (元/股)	4.17	7.38	10.62	13.30	15.95

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	262.5	100.7	36.1	22.1	35.5
营业利润 (%)	217.8	75.2	44.4	24.9	19.7
归属母公司净利润 (%)	222.1	77.2	43.8	25.2	19.9
获利能力					
毛利率 (%)	19.7	21.4	21.2	21.9	20.1
净利率 (%)	15.7	13.8	14.6	15.0	13.3
ROE (%)	23.0	24.2	27.5	26.8	25.4
ROIC (%)	21.2	22.7	24.9	23.4	23.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.7	40.4	48.4	40.3	47.6
净负债比率 (%)	-24.0	-33.6	-29.4	-23.2	-32.3
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.8	1.0	0.7	0.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.2
应收账款周转率	77.5	207.2	98.6	127.8	144.5
应付账款周转率	7.3	9.3	5.9	6.3	6.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.17	7.38	10.62	13.30	15.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.23	7.19	14.62	14.47	30.65
每股净资产 (最新摊薄)	18.11	30.52	38.68	49.63	62.72
估值比率					
P/E	20.2	11.4	7.9	6.3	5.3
P/B	4.6	2.8	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	21.1	11.5	7.9	6.1	4.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686