

弘元绿能 (603185)

2023 年年报点评：硅片盈利承压，超一体化扩产逐步落地

增持 (下调)

2024 年 04 月 30 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 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书：S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21,909	11,859	12,365	16,187	20,594
同比 (%)	100.72	(45.87)	4.27	30.91	27.23
归母净利润 (百万元)	3,032.92	740.57	203.91	415.23	624.44
同比 (%)	77.22	(75.58)	(72.47)	103.63	50.39
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.43	1.08	0.30	0.61	0.91
P/E (现价&最新摊薄)	4.77	19.53	70.93	34.84	23.16

投资要点

- **事件：**公司 2023 年营收 118.59 亿元，同减 45.87%；归母净利润 7.41 亿元，同减 75.58%，扣非归母净利润 5.68 亿元，同减 77.69%；其中 2023Q4 归母净利润-5.78 亿元，同减 385.17%，环减 291.91%，扣非归母净利润-5.70 亿元，同减 588.25%，环减 295.36%。业绩略不及预期。
- **产能过剩竞争加剧、硅片盈利承压。**2023 年公司硅片销售约 28.4GW、出货约 29GW，同减约 7%；其中 2023Q4 出货约 8.8GW，同比 10%/环比 20%，因 2023Q4 竞争加剧+价格下跌计提减值，单瓦盈利承压。我们预计 2024Q1 出货 7-8GW，全年硅片出货约 32GW，保持稳健。
- **超一体化产能落地、硅料电池组件逐步产出。**公司全产业超一体化产能已于 2023Q3 落地。硅料上，公司自建 15 万吨工业硅及 10 万吨多晶硅，一期 5 万吨硅料 8 月底正式出料，2023 年硅料产量约 8700 吨，我们预计 2024 年产出 5-6 万吨；电池方面，公司徐州新能源产业园投产；2023 年电池产量约 1700MW，我们预计 2024 年出货约 18GW；组件方面，规划 16GW 产能，其中 5GW 已于 8 月投产，自建弘元组件品牌，2023 年出货约 1000MW，2024 年组件进一步成长。超一体化落地，扩展长期空间。
- **费用率略有提升、货币资金环比提升。**公司 2023 年期间费用 13 亿，同降 9%；期间费用率 10.98%，同比增长 1pct，因一体化扩展费用率略有提升；2023 年经营现金净流入 4 亿元，同降 83%，主要系积极拓展产业链上下游业务，购买存货及支付的职工薪酬较同期增加。期末货币资金 61.77 亿元，较期初增长 19.17 亿元，在手现金环比提升。
- **盈利预测：**基于产业价格下滑，市场环境变化，下调盈利预测，我们预计 2024-2026 年归母净利润 2.0/4.2/6.2 亿元(2024-2025 预测前值为 53.8/65.1，2026 为新增)，同比-72%/104%/50%，对应 71x/35x/23xPE，下调至“增持”评级。

A■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.80
一年最低/最高价	20.72/90.21
市净率(倍)	1.06
流通 A 股市值(百万元)	13,040.79
总市值(百万元)	15,615.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.46
资产负债率(% ,LF)	54.59
总股本(百万股)	684.87
流通 A 股(百万股)	571.96

相关研究

《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!》

2023-04-27

《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

弘元绿能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,893	7,580	15,812	19,258	营业总收入	11,859	12,365	16,187	20,594
货币资金及交易性金融资产	7,789	4,131	10,892	13,625	营业成本(含金融类)	9,993	11,019	14,486	18,311
经营性应收款项	1,117	948	1,406	1,679	税金及附加	57	28	37	47
存货	2,057	1,603	2,544	2,940	销售费用	106	113	176	216
合同资产	16	10	18	20	管理费用	538	495	486	618
其他流动资产	913	888	952	994	研发费用	611	594	647	824
非流动资产	17,490	17,284	17,013	16,780	财务费用	47	40	55	78
长期股权投资	1,082	1,092	1,112	1,142	加:其他收益	210	62	113	144
固定资产及使用权资产	10,375	11,359	11,842	12,020	投资净收益	211	(6)	(8)	(10)
在建工程	3,541	2,305	1,563	1,118	公允价值变动	21	115	86	100
无形资产	544	544	544	544	减值损失	(250)	(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	36	71	37	40	营业利润	698	232	472	710
其他非流动资产	1,911	1,913	1,915	1,917	营业外净收支	(4)	0	0	0
资产总计	29,382	24,864	32,825	36,038	利润总额	695	232	472	711
流动负债	16,142	11,220	18,566	20,954	减:所得税	(46)	28	57	86
短期借款及一年内到期的非流动负债	775	174	174	174	净利润	741	204	415	624
经营性应付款项	14,340	10,151	17,066	19,221	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	515	476	687	830	归属母公司净利润	741	204	415	624
其他流动负债	512	418	639	729	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.08	0.30	0.61	0.91
非流动负债	1,219	1,419	1,619	1,819	EBIT	513	117	355	578
长期借款	844	1,044	1,244	1,444	EBITDA	1,067	604	918	1,137
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.73	10.88	10.51	11.09
租赁负债	80	80	80	80	归母净利率(%)	6.24	1.65	2.57	3.03
其他非流动负债	296	296	296	296	收入增长率(%)	(45.87)	4.27	30.91	27.23
负债合计	17,361	12,639	20,185	22,774	归母净利润增长率(%)	(75.58)	(72.47)	103.63	50.39
归属母公司股东权益	12,021	12,225	12,640	13,265					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	12,021	12,225	12,640	13,265					
负债和股东权益	29,382	24,864	32,825	36,038					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	491	(2,969)	6,876	2,897	每股净资产(元)	20.80	21.16	21.88	22.96
投资活动现金流	(2,784)	(378)	(388)	(415)	最新发行在外股份(百万股)	685	685	685	685
筹资活动现金流	2,628	(456)	163	141	ROIC(%)	4.13	0.75	2.25	3.49
现金净增加额	335	(3,803)	6,651	2,623	ROE-摊薄(%)	6.16	1.67	3.28	4.71
折旧和摊销	554	487	563	559	资产负债率(%)	40.41	59.09	50.83	61.49
资本开支	(3,666)	(300)	(300)	(300)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.53	70.93	34.84	23.16
营运资本变动	(715)	(3,617)	5,914	1,728	P/B (现价)	1.02	1.00	0.97	0.92

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>