

隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

站高望远，践行长期主义战略

业绩简评

2023年4月27日，公司发布年报及一季报，2022年实现营业收入1290.0亿元，同比增长59%，归母净利润148.1亿元，同比增长63%，略高于业绩快报数据。

2023年一季度实现营业收入283.2亿元，同比增长52%，实现归母净利润36.4亿元，同比增长37%，基本符合预期。

经营分析

美国政策变动拖累2022年组件出货及盈利，经营性现金流继续保持强势：2022年公司硅片/组件出货量85GW/47GW，分别同比增长21%左右，其中美洲地区受到贸易政策影响，收入同比下降27%，但其他地区仍保持高速增长，中国、欧洲、中东非地区收入分别同比增长90%、88%、184%。2022年公司经营性现金净额达到244亿元，连续第四年大幅超越净利润金额，体现出持续高质量的盈利能力。同时公司全年集体资产减值近21亿元（其中固定资产减值9亿元），且大部分在Q4进行，进一步提升报表资产质量。

成功填补电池片产能短板，2023年硅片/组件出货指引高增，盈利有望扩张：截至2022年底公司硅片/电池片/组件产能分别为133/50/85GW，据规划到2023年底将分别达到190/110/130GW。

同时公司2023年硅片/组件出货目标分别为130/85GW，分别同比增长52%/82%，HPBC及TOPCon电池产能的加速建设，在有效支撑公司组件销量高增的同时，还将助力单W盈利能力的提升。

低价硅片订单影响Q1利润率，Q2量利有望加速提升：因1-2月硅料价格大幅波动，公司硅片业务盈利能力受到一定影响，1Q23综合毛利率17.91%，同比减少3.38pct，净利率12.81%，同比减少1.46pct。Q1末公司存货及合同负债分别高达225亿元和156亿元，预计公司Q2收入确认节奏及盈利能力有望加速提升。

从长期主义战略出发，积极坚定投入电池技术研发及新业务布局：公司2022年继续以71亿元的研发投入领先同业，期间七次刷新电池效率纪录，并成功商业化量产差异化HPBC产品；在不可避免的逆全球化趋势下积极布局全球产能，加快推进氢能业务拓展。

盈利预测、估值与评级

小幅调整公司2023/2024年归母净利润分别为196（-9%）、262（-3%）亿元，预计2025年归母净利润为325亿元，对应EPS为2.59、3.45、4.29元，当前股价对应PE估值为13.9、10.4、8.4倍，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格表现不及预期；原材料价格上涨超预期；国际贸易环境恶化；竞争格局恶化风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸（执业S1130522010005）

yuwendian@gjzq.com.cn

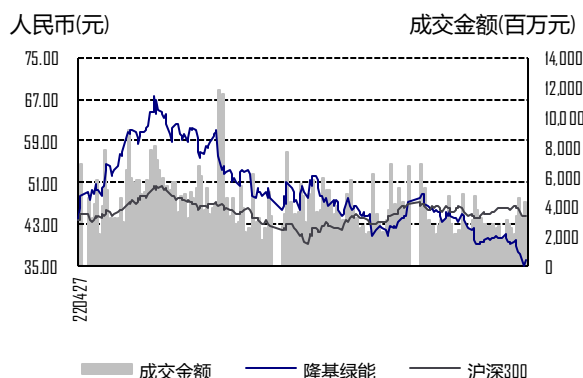
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：35.97元

相关报告：

- 《合同负债大增·期待差异化新品驱动量利齐升-隆基绿能2022三...》，2022.10.30
- 《陈年出佳酿·卧隆待觉醒-隆基绿能2022半年报点评》，2022.8.25
- 《快车道上高速领跑·待差异化新技术厚积薄发-隆基股份2021年...》，2022.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	80,932	128,998	153,366	176,384	209,450
营业收入增长率	48.27%	59.39%	18.89%	15.01%	18.75%
归母净利润(百万元)	9,086	14,812	19,622	26,174	32,510
归母净利润增长率	6.24%	63.02%	32.48%	33.39%	24.21%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.95	2.59	3.45	4.29
每股经营性现金流净额	2.28	3.21	1.92	3.22	4.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.15%	23.83%	25.35%	26.62%	26.15%
P/E	51.35	21.63	13.90	10.42	8.39
P/B	9.83	5.16	3.52	2.77	2.19

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	54,583	80,932	128,998	153,366	176,384	209,450
增长率	48.3%	59.4%	18.9%	15.0%	18.7%	
主营业务成本	-41,146	-64,590	-109,164	-121,597	-135,058	-160,107
%销售收入	75.4%	79.8%	84.6%	79.3%	76.6%	76.4%
毛利	13,438	16,343	19,834	31,769	41,326	49,343
%销售收入	24.6%	20.2%	15.4%	20.7%	23.4%	23.6%
营业税金及附加	-282	-418	-656	-780	-897	-1,066
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,073	-1,790	-3,283	-4,294	-4,939	-5,865
%销售收入	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-1,466	-1,811	-2,933	-3,988	-4,586	-5,446
%销售收入	2.7%	2.2%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-499	-854	-1,282	-1,687	-1,940	-2,304
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	10,117	11,470	11,680	21,020	28,964	34,663
%销售收入	18.5%	14.2%	9.1%	13.7%	16.4%	16.5%
财务费用	-378	-906	1,841	-1,649	-1,297	-920
%销售收入	0.7%	1.1%	-1.4%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-1,117	-1,289	-2,356	-583	-340	-292
公允价值变动收益	0	262	116	0	0	0
投资收益	1,078	800	4,931	3,126	1,868	2,784
%税前利润	10.9%	7.8%	30.1%	14.3%	6.4%	7.7%
营业利润	9,971	10,656	16,658	22,085	29,365	36,406
营业利润率	18.3%	13.2%	12.9%	14.4%	16.6%	17.4%
营业外收支	-59	-424	-253	-280	-280	-280
税前利润	9,912	10,232	16,405	21,805	29,085	36,126
利润率	18.2%	12.6%	12.7%	14.2%	16.5%	17.2%
所得税	-1,212	-1,159	-1,642	-2,182	-2,911	-3,615
所得税率	12.2%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	8,700	9,074	14,763	19,622	26,174	32,510
少数股东损益	147	-12	-49	0	0	0
归属于母公司的净利润	8,552	9,086	14,812	19,622	26,174	32,510
净利率	15.7%	11.2%	11.5%	12.8%	14.8%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	8,700	9,074	14,763	19,622	26,174	32,510
少数股东损益	147	-12	-49	0	0	0
非现金支出	3,338	4,748	6,043	4,355	5,308	6,157
非经营收益	-751	-216	-5,541	-1,500	-857	-1,783
营运资金变动	-272	-1,283	9,105	-7,898	-6,223	-1,224
经营活动现金净流	11,015	12,323	24,370	14,580	24,402	35,660
资本开支	-4,800	-4,839	-4,728	-9,039	-11,412	-6,415
投资	-425	-2,670	-847	0	0	0
其他	54	369	524	3,126	1,868	2,784
投资活动现金净流	-5,171	-7,141	-5,051	-5,913	-9,544	-3,631
股权募资	136	137	98	-452	0	0
债权募资	4,923	-14	6,058	-889	846	-100
其他	-2,249	-2,212	-1,856	-4,626	-5,941	-7,198
筹资活动现金净流	2,810	-2,088	4,300	-5,967	-5,095	-7,298
现金净流量	8,345	2,578	24,620	2,700	9,763	24,731

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	26,963	29,172	54,372	56,282	65,470	89,782
应收款项	12,216	9,057	11,246	13,418	17,884	22,266
存货	11,452	14,098	19,318	22,757	29,158	34,601
其他流动资产	4,469	6,625	5,881	6,027	6,780	8,104
流动资产	55,101	58,952	90,817	98,484	119,293	154,752
%总资产	62.9%	60.3%	65.1%	65.4%	67.2%	72.6%
长期投资	1,594	4,552	10,093	10,093	10,093	10,093
固定资产	26,906	27,437	30,515	37,397	43,580	43,862
%总资产	30.7%	28.1%	21.9%	24.9%	24.6%	20.6%
无形资产	2,261	1,793	1,885	1,963	2,039	2,112
非流动资产	32,534	38,783	48,739	51,994	58,137	58,386
%总资产	37.1%	39.7%	34.9%	34.6%	32.8%	27.4%
资产总计	87,635	97,735	139,556	150,479	177,430	213,139
短期借款	5,202	4,328	758	815	1,661	1,561
应付款项	30,756	28,385	41,292	42,337	45,198	51,389
其他流动负债	7,134	9,792	18,479	15,959	18,503	22,052
流动负债	43,092	42,504	60,529	59,112	65,363	75,001
长期贷款	1,125	1,661	2,912	2,912	2,912	2,912
其他长期负债	7,819	5,982	13,860	10,954	10,715	10,777
负债	52,037	50,148	77,301	72,978	78,990	88,691
普通股股东权益	35,106	47,448	62,147	77,393	98,332	124,340
其中：股本	3,772	5,413	7,582	7,582	7,582	7,582
未分配利润	19,353	27,109	39,442	55,140	76,079	102,087
少数股东权益	492	139	108	108	108	108
负债股东权益合计	87,635	97,735	139,556	150,479	177,430	213,139

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.27	1.68	1.95	2.59	3.45	4.29
每股净资产	9.31	8.77	8.20	10.21	12.97	16.40
每股经营现金净流	2.92	2.28	3.21	1.92	3.22	4.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.52	0.69	0.86
回报率						
净资产收益率	24.36%	19.15%	23.83%	25.35%	26.62%	26.15%
总资产收益率	9.76%	9.30%	10.61%	13.04%	14.75%	15.25%
投入资本收益率	18.89%	18.65%	14.27%	21.53%	23.78%	23.02%
增长率						
主营业务收入增长率	65.92%	48.27%	59.39%	18.89%	15.01%	18.75%
EBIT 增长率	50.45%	13.37%	1.83%	79.97%	37.79%	19.68%
净利润增长率	61.99%	6.24%	63.02%	32.48%	33.39%	24.21%
总资产增长率	47.77%	11.53%	42.79%	7.83%	17.91%	20.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.1	34.1	24.0	28.0	33.0	35.0
存货周转天数	79.0	72.2	55.9	69.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	74.4	60.4	39.7	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	163.9	112.2	71.2	75.0	76.0	62.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.76%	-48.72%	-70.82%	-59.28%	-55.14%	-63.24%
EBIT 利息保障倍数	26.7	12.7	-6.3	12.8	22.3	37.7
资产负债率	59.38%	51.31%	55.39%	48.50%	44.52%	41.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-18	买入	99.35	143.00
2	2021-08-31	买入	97.30	120.00
3	2021-10-29	买入	89.12	120.00
4	2022-04-28	买入	61.30	120.00
5	2022-08-25	买入	52.68	85.00
6	2022-10-30	买入	49.25	N/A

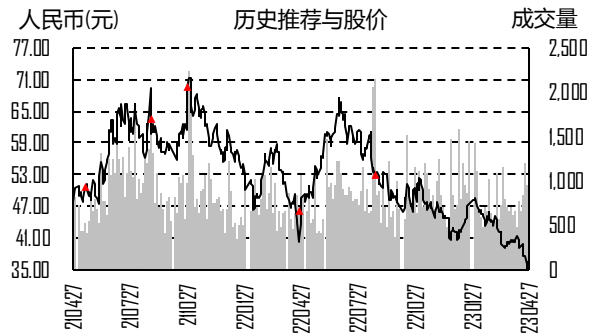
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402