

产能扩张加速, 出货目标高增

投资要点

- **事件:** 公司2022年实现营业收入1290.0亿元, 同比增长60.0%; 实现归母净利润148.1亿元, 同比增长63.0%。2023年一季度实现营业收入283.2亿元, 同比增长52.4%; 实现归母净利润36.4亿元, 同比增长36.6%。
- **2022年业绩符合预期, 盈利质量持续向好。** 2022年, 公司实现单晶硅片出货量85.06GW(同比+21.5%), 其中对外销售42.52GW(同比+25.3%), 自用42.54GW; 实现单晶组件出货量46.76GW(同比+21.4%), 其中对外销售46.08GW(同比+23.7%), 自用0.68GW。硅片、组件出货量稳居全球第一。太阳能组件及电池业务、硅片及硅棒业务毛利率分别为13.65%、17.62%, 受上游多晶硅等原材料涨价影响, 同比降幅分别为3.41pp、9.93pp。虽然毛利率有所下降, 但公司硅片/硅棒、电池/组件单位毛利仍维持较好盈利水平。硅片/硅棒单瓦毛利为0.16元, 同比提升0.02元; 电池/组件单瓦毛利为0.25元, 同比下降0.02元。公司坚持贯彻产品领先战略, 持续保持高强度的研发投入, 全年研发投入71.41亿元, 占营业收入5.54%。全年公司产生汇兑收益15.62亿元, 财务费用冲回18.41亿元。公司参股四川永祥、云南通威确认投资收益合计51.36亿元。此外公司计提资产减值损失20.76亿元, 包括10.48亿元存货跌价损失等, 以及9.05亿固定资产减值损失。公司经营性现金流量净额为243.70亿元, 同比增长97.77%; 期末146.91亿元, 较上期末增长97.96%。
- **23Q1受硅片拖累盈利低于预期, 3月硅片盈利已快速恢复。** 2023年一季度公司业绩低于预期, 主要是23年1~2月份硅料、硅片价格大幅波动, 公司为保证一定开工率签订了部分低价订单所致。3月份公司硅片盈利已经恢复正常水平, 且今年硅片产出受高纯石英砂供给限制, 预计硅片将保持较高盈利水平。公司石英砂供应有保障, 当前硅片开工率较高, 预计一季度硅片盈利对全年影响有限。
- **一体化产能持续扩张, 新电池技术值得期待。** 截至2022年底, 公司硅片、电池、组件产能分别达到133GW、50GW、85GW。2022年公司电池产量36.24GW, 电池自供率约75%。2023年底, 公司计划硅片、电池、组件产能分别达到190GW、110GW、130GW。西咸29GW HPBC电池已于3月全面投产, 鄂尔多斯30GW TOPCon电池预计8月开始投产。2023年公司预计硅片出货目标130GW(含自用), 电池、组件出货目标85GW(含自用), 计划实现营业收入超1600亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 公司加速硅片、电池、组件产能扩产, HPBC、TOPCon电池新技术制得期待, 2023年出货量预计加速增长。预计2023~2025年公司归母净利润分别为185、235、265亿元, 对应PE分别为14、11、10倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 美国政策制裁风险, 新技术投产不及预期, 汇率波动的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	128998.11	161045.74	174670.80	199456.64
增长率	59.39%	24.84%	8.46%	14.19%
归属母公司净利润(百万元)	14811.58	18479.60	23547.78	26506.25
增长率	63.02%	24.76%	27.43%	12.56%
每股收益EPS(元)	1.95	2.44	3.11	3.50
净资产收益率ROE	23.71%	23.89%	24.28%	22.31%
PE	18	14	11	10
PB	4.25	3.43	2.73	2.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	75.82
流通A股(亿股)	75.78
52周内股价区间(元)	34.87-79.98
总市值(亿元)	2,643.67
总资产(亿元)	1,144.66
每股净资产(元)	9.25

相关研究

1. 隆基绿能(601012): 订单饱满经营稳健, HPBC进入量产阶段(2022-11-02)
2. 隆基绿能(601012): 产品出货提速, HPBC电池预计年内投产(2022-08-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司组件业务随光伏需求稳步增长，市占率持续提升，假设 2023~2025 年组件出货量分别为 85GW、110GW、140GW，随着多晶硅价格下行，组件毛利率稳步提升，预计 2023~2025 年毛利率分别为 16.44%、18.62%、18.90%；

假设 2：公司单晶硅片业务毛利率随上游硅料产能释放而恢复，2023~2025 年销量分别为 45GW、60GW、80GW，毛利率恢复至 22.39%、26.03%、25.35%；

假设 3：其他业务保持平稳发展，毛利率相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
太阳能组件及电池	收入	84848.99	130132.74	144070.80	167256.64
	增速	45.15%	53.37%	10.71%	16.09%
	毛利率	13.65%	16.44%	18.62%	18.90%
硅片及硅棒	收入	38197.33	24312.99	24000.00	25600.00
	增速	124.32%	-36.35%	-1.29%	6.67%
	毛利率	17.62%	22.39%	26.03%	25.35%
电站建设及服务	收入	2642.59	3000.00	3000.00	3000.00
	增速	36.06%	13.52%	0.00%	0.00%
	毛利率	10.45%	15.00%	15.00%	15.00%
电力	收入	554.44	600.00	600.00	600.00
	增速	-1.38%	8.22%	0.00%	0.00%
	毛利率	61.72%	60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	2754.76	3000.00	3000.00	3000.00
	增速	-6.48%	8.90%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.84%	33.33%	33.33%	33.33%
合计	收入	128998.11	161045.74	174670.80	199456.64
	增速	59.39%	24.84%	8.46%	14.19%
	毛利率	15.38%	17.79%	19.97%	20.01%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	128998.11	161045.74	174670.80	199456.64	净利润	14762.83	18429.60	23547.78	26506.25
营业成本	109164.09	132397.96	139790.44	159541.96	折旧与摊销	3460.03	2549.13	2935.14	3215.01
营业税金及附加	656.33	724.71	873.35	997.28	财务费用	-1840.93	435.99	634.10	588.05
销售费用	3282.92	4026.14	4366.77	4986.42	资产减值损失	-2075.72	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	4214.83	5153.46	5764.14	6482.34	经营营运资本变动	14943.61	777.98	1271.65	1429.91
财务费用	-1840.93	435.99	634.10	588.05	其他	-4879.68	-1655.79	-1885.89	-1114.45
资产减值损失	-2075.72	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流净额	24370.14	19536.92	25502.79	29624.77
投资收益	4931.21	2619.86	2822.21	2390.81	资本支出	-3124.80	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	115.60	100.00	100.00	100.00	其他	-1926.56	2760.11	2922.54	2490.76
其他经营损益	0.00	500.00	600.00	700.00	投资活动现金流净额	-5051.37	-1239.89	-1077.46	-1509.24
营业利润	16657.65	20527.33	25764.20	29051.39	短期借款	-3153.08	-78.64	0.00	0.00
其他非经营损益	-253.06	-50.00	400.00	400.00	长期借款	1250.65	50.00	100.00	100.00
利润总额	16404.59	20477.33	26164.20	29451.39	股权融资	374.12	-0.15	0.00	0.00
所得税	1641.76	2047.73	2616.42	2945.14	支付股利	-1407.37	-2962.32	-3695.92	-4709.56
净利润	14762.83	18429.60	23547.78	26506.25	其他	7235.57	-1685.03	-634.10	-588.05
少数股东损益	-48.74	-50.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4299.90	-4676.14	-4230.02	-5197.61
归属母公司股东净利润	14811.58	18479.60	23547.78	26506.25	现金流量净额	24619.59	13620.89	20195.31	22917.91
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	54372.05	67992.94	88188.25	111106.16	成长能力				
应收和预付款项	12858.26	15261.07	16420.51	22946.23	销售收入增长率	59.39%	24.84%	8.46%	14.19%
存货	19317.56	19807.24	20943.57	23906.29	营业利润增长率	56.32%	23.23%	25.51%	12.76%
其他流动资产	4268.76	4832.04	5240.46	5984.09	净利润增长率	62.70%	24.84%	27.77%	12.56%
长期股权投资	9698.49	9698.49	9698.49	9698.49	EBITDA 增长率	23.83%	28.65%	24.76%	12.00%
投资性房地产	72.38	72.38	72.38	72.38	获利能力				
固定资产和在建工程	30504.77	32146.78	33402.79	34378.92	毛利率	15.38%	17.79%	19.97%	20.01%
无形资产和开发支出	741.78	664.94	588.10	511.27	三费率	4.39%	5.97%	6.16%	6.04%
其他非流动资产	7721.55	7607.24	7492.93	7378.63	净利率	11.44%	11.44%	13.48%	13.29%
资产总计	139555.59	158083.13	182047.49	215982.47	ROE	23.71%	23.89%	24.28%	22.31%
短期借款	78.64	0.00	0.00	0.00	ROA	10.58%	11.66%	12.93%	12.27%
应付和预收款项	36449.19	49088.58	53902.62	63910.18	ROIC	70.89%	113.38%	123.61%	129.35%
长期借款	2912.00	2962.00	3062.00	3162.00	EBITDA/销售收入	14.17%	14.60%	16.79%	16.47%
其他负债	37861.46	28880.83	28079.29	30110.01	营运能力				
负债合计	77301.29	80931.41	85043.90	97182.20	总资产周转率	1.09	1.08	1.03	1.00
股本	7581.67	7581.51	7581.51	7581.51	固定资产周转率	5.16	5.81	5.59	6.08
资本公积	12064.26	12064.26	12064.26	12064.26	应收账款周转率	14.52	15.42	14.87	15.23
留存收益	42027.19	57544.47	77396.33	99193.03	存货周转率	6.51	6.76	6.85	7.11
归属母公司股东权益	62146.79	77094.20	96946.07	118742.76	销售商品提供劳务收到现金营业收入	77.53%	—	—	—
少数股东权益	107.52	57.52	57.52	57.52	资本结构				
股东权益合计	62254.30	77151.72	97003.58	118800.28	资产负债率	55.39%	51.20%	46.72%	45.00%
负债和股东权益合计	139555.59	158083.13	182047.49	215982.47	带息债务/总负债	12.43%	11.83%	11.38%	10.06%
					流动比率	1.50	1.68	1.92	2.05
					速动比率	1.18	1.37	1.61	1.75
					股利支付率	9.50%	16.03%	15.70%	17.77%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	18276.75	23512.46	29333.44	32854.45	每股收益	1.95	2.44	3.11	3.50
PE	17.85	14.31	11.23	9.97	每股净资产	8.20	10.17	12.79	15.66
PB	4.25	3.43	2.73	2.23	每股经营现金	3.21	2.58	3.36	3.91
PS	2.05	1.64	1.51	1.33	每股股利	0.19	0.39	0.49	0.62
EV/EBITDA	11.68	8.47	6.10	4.76					
股息率	0.53%	1.12%	1.40%	1.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn