

# 隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 组件出货高增长，新产品蓄势待发

### 业绩简评

2023年8月30日，公司发布半年报，2023年上半年实现营业收入646.5亿元，同比增长28%，归母净利润91.8亿元，同比增长42%，与业绩快报一致，符合预期。

### 经营分析

**组件出货高速增长，盈利能力同比提升：**上半年公司硅片/组件出货量52.05GW/26.64GW，分别同比增长31%/48%，受益大型光伏电站需求爆发，组件出货高速增长。上半年公司毛利率19.08%，同比提升1.4pct，净利率14.15%，同比提升1.3pct；其中Q2毛利率20.00%，环比提升2.1pct，净利率15.20%，环比提升2.4pct。  
**优化质保金计提比例，销售费用率下降明显：**此前公司主要按照组件销售收入的1%计提质保金，随着时间的推移，积累了更多自身售后服务数据和经验后，公司决定于2023年4月1日对质保金计提相关的会计估计进行变更，因此2023年上半年销售费用减少约9.66亿元，销售费用率降低至0.88%，其中2023年之前和2023年上半年出货组件对应的质保金分别减少8.26亿元1.40亿元，上半年净利润增加约8.21亿元。

**组件降价计提大额减值，投资收益继续贡献主业外利润：**上半年公司共计提19.9亿元资产减值损失，其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失17.5亿元，主要为尚未发出的组件商品。上半年汇兑收益9.5亿元，投资收益23.0亿元，主要为参股通威硅料产能的收益。

**新技术产品布局完善，研发不断突破为高质量发展蓄势：**上半年公司HBPC电池投入量产，目前已达到设计良率和效率目标，随着基于HPDC技术的高功率组件新品Hi-MO 7的发布，公司大型地面电站市场和分布式市场的新技术产品组合趋于完善，差异化产品布局有望为公司贡献超额利润。6月经ESTI权威认证，公司在商业级绒面CZ硅片上实现了晶硅-钙钛矿叠层电池33.5%的转换效率，研发领域的不断突破将持续为公司高质量发展蓄势。

### 盈利预测、估值与评级

根据公司半年报，调整2023-2025年归母净利润分别为180(-8%)、241(-8%)、292(-10%)亿元，对应EPS为2.38、3.18、3.85元，对应PE估值为11.30、8.43、6.97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

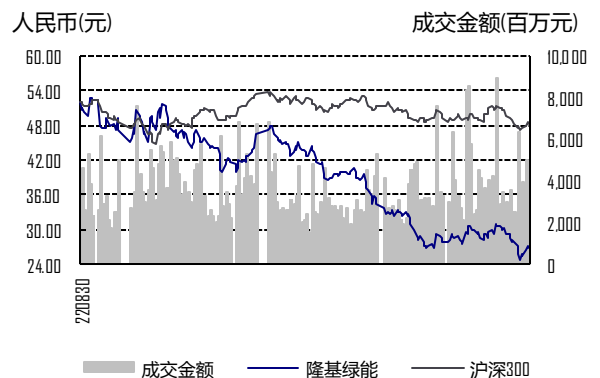
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.85元

### 相关报告：

- 《隆基绿能公司点评：站高望远·践行长期主义战略》·2023.4.28
- 《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



### 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	129,235	154,036	198,380
营业收入增长率	48.27%	59.39%	0.18%	19.19%	28.79%
归母净利润(百万元)	9,086	14,812	18,021	24,143	29,213
归母净利润增长率	6.24%	63.02%	21.67%	33.98%	21.00%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.95	2.38	3.18	3.85
每股经营性现金流净额	2.28	3.21	1.35	3.10	4.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.15%	23.83%	23.68%	25.30%	24.59%
P/E	51.35	21.63	11.30	8.43	6.97
P/B	9.83	5.16	2.67	2.13	1.71

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
<b>主营业务收入</b>	<b>54,583</b>	<b>80,932</b>	<b>128,998</b>	<b>129,235</b>	<b>154,036</b>	<b>198,380</b>
增长率	48.3%	59.4%	0.2%	19.2%	28.8%	
主营业务成本	-41,146	-64,590	-109,164	-103,588	-116,898	-153,747
%销售收入	75.4%	79.8%	84.6%	80.2%	75.9%	77.5%
毛利	13,438	16,343	19,834	25,647	37,138	44,632
%销售收入	24.6%	20.2%	15.4%	19.8%	24.1%	22.5%
营业税金及附加	-282	-418	-656	-658	-784	-1,009
%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	-1,292	-1,540	-1,984
%销售收入	2.0%	2.2%	2.5%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-1,466	-1,811	-2,933	-4,523	-5,391	-6,943
%销售收入	2.7%	2.2%	2.3%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-499	-854	-1,282	-2,326	-2,773	-3,571
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	10,117	11,470	11,680	16,848	26,650	31,125
%销售收入	18.5%	14.2%	9.1%	13.0%	17.3%	15.7%
财务费用	-378	-906	1,841	654	-1,271	-982
%销售收入	0.7%	1.1%	-1.4%	-0.5%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-1,117	-1,289	-2,356	-493	-309	-354
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%	15.6%	7.0%	8.6%
营业利润	9,971	10,656	16,658	20,305	27,108	32,742
营业利润率	18.3%	13.2%	12.9%	15.7%	17.6%	16.5%
营业外收支	-59	-424	-253	-280	-280	-280
税前利润	9,912	10,232	16,405	20,025	26,828	32,462
利润率	18.2%	12.6%	12.7%	15.5%	17.4%	16.4%
所得税	-1,212	-1,159	-1,642	-2,004	-2,685	-3,249
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	18,021	24,143	29,213
少数股东损益	147	-12	-49	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8,552</b>	<b>9,086</b>	<b>14,812</b>	<b>18,021</b>	<b>24,143</b>	<b>29,213</b>
净利率	15.7%	11.2%	11.5%	13.9%	15.7%	14.7%

**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	18,021	24,143	29,213
少数股东损益	147	-12	-49	0	0	0
非现金支出	3,338	4,748	6,043	4,265	5,277	6,219
非经营收益	-751	-216	-5,541	-1,526	-937	-1,771
营运资金变动	-272	-1,283	9,105	-10,498	-4,993	-384
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11,015</b>	<b>12,323</b>	<b>24,370</b>	<b>10,262</b>	<b>23,490</b>	<b>33,278</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,171</b>	<b>-7,141</b>	<b>-5,051</b>	<b>-5,913</b>	<b>-9,544</b>	<b>-3,631</b>
股权募资	136	137	98	-452	0	0
债权募资	4,923	-14	6,058	-1,702	-1	3,583
其他	-2,249	-2,212	-1,856	-4,280	-5,454	-6,551
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,810</b>	<b>-2,088</b>	<b>4,300</b>	<b>-6,433</b>	<b>-5,455</b>	<b>-2,967</b>
<b>现金净流量</b>	<b>8,345</b>	<b>2,578</b>	<b>24,620</b>	<b>-2,084</b>	<b>8,491</b>	<b>26,680</b>

**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	51,498	59,414	85,675
应收款项	12,216	9,057	11,246	11,306	15,468	21,089
存货	11,452	14,098	19,318	19,387	25,237	33,226
其他流动资产	4,469	6,625	5,881	5,145	5,907	7,770
流动资产	55,101	58,952	90,817	87,336	106,026	147,760
%总资产	62.9%	60.3%	65.1%	62.7%	64.6%	71.7%
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%	26.8%	26.5%	21.3%
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%	37.3%	35.4%	28.3%
<b>资产总计</b>	<b>87,635</b>	<b>97,735</b>	<b>139,556</b>	<b>139,330</b>	<b>164,164</b>	<b>206,147</b>
短期借款	5,202	4,328	758	2	1	3,584
应付款项	30,756	28,385	41,292	36,045	39,107	49,312
其他流动负债	7,134	9,792	18,479	13,546	16,217	20,816
流动负债	43,092	42,504	60,529	49,593	55,325	73,713
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	10,606	10,393	10,617
负债	52,037	50,148	77,301	63,111	68,630	87,242
<b>普通股股东权益</b>	<b>35,106</b>	<b>47,448</b>	<b>62,147</b>	<b>76,112</b>	<b>95,426</b>	<b>118,797</b>
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	53,858	73,173	96,544
少数股东权益	492	139	108	108	108	108
<b>负债股东权益合计</b>	<b>87,635</b>	<b>97,735</b>	<b>139,556</b>	<b>139,330</b>	<b>164,164</b>	<b>206,147</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.27	1.68	1.95	2.38	3.18	3.85
每股净资产	9.31	8.77	8.20	10.04	12.59	15.67
每股经营现金净流	2.92	2.28	3.21	1.35	3.10	4.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.48	0.64	0.77
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.36%	19.15%	23.83%	23.68%	25.30%	24.59%
总资产收益率	9.76%	9.30%	10.61%	12.93%	14.71%	14.17%
投入资本收益率	18.89%	18.65%	14.27%	17.68%	22.83%	21.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	65.92%	48.27%	59.39%	0.18%	19.19%	28.79%
EBIT增长率	50.45%	13.37%	1.83%	44.25%	58.18%	16.79%
净利润增长率	61.99%	6.24%	63.02%	21.67%	33.98%	21.00%
总资产增长率	47.77%	11.53%	42.79%	-0.16%	17.82%	25.57%
<b>资产管理能力</b>						
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	89.0	87.0	66.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-45.76%	-48.72%	-70.82%	-55.07%	-52.22%	-61.03%
EBIT利息保障倍数	26.7	12.7	-6.3	-25.8	21.0	31.7
资产负债率	59.38%	51.31%	55.39%	45.30%	41.81%	42.32%

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	2021-08-31	买入	97.30	120.00
2	2021-10-29	买入	89.12	120.00
3	2022-04-28	买入	61.30	120.00
4	2022-08-25	买入	52.68	85.00
5	2022-10-30	买入	49.25	N/A
6	2023-04-28	买入	35.97	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806