

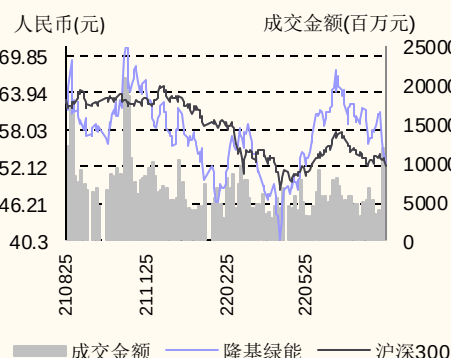
隆基绿能 (601012.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 52.68 元

目标价格 (人民币): 85.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	75.82
已上市流通 A 股(亿股)	75.78
总市值(亿元)	3,993.99
年内股价最高最低(元)	71.34/40.30
沪深 300 指数	4082
上证指数	3215

**相关报告**

- 1.《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 年 1 月 29 日
- 2.《压力下实现高质量盈利，宏微观领先优势稳固-隆基股份 2021 三...》，2021 年 10 月 29 日
- 3.《组件领跑优势扩大，龙头护城河渐拓宽-隆基股份 2021 半年报业...》，2021 年 8 月 31 日

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

陈年出佳酿，卧隆待觉醒**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	54,583	80,932	130,213	153,366	185,138
营业收入增长率	65.92%	48.27%	60.89%	17.78%	20.72%
归母净利润(百万元)	8,552	9,086	15,569	21,556	27,093
归母净利润增长率	61.99%	6.24%	71.36%	38.45%	25.69%
摊薄每股收益(元)	2.267	1.68	2.05	2.84	3.57
每股经营性现金流净额	2.62	1.99	4.23	4.95	6.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.36%	19.15%	27.95%	31.40%	31.91%
P/E	10.95	54.93	26.39	19.06	15.16
P/B	2.67	10.52	7.37	5.99	4.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 8 月 24 日公布 2022 半年报，上半年收入 504 亿元，同比+44%，净利 64.8 亿元，同比+30%，其中 Q2 净利润 38 亿元，环比+43%，符合预期。
- 同时，公司公告拟在鄂尔多斯投资建设 46GW 拉晶+切片，及在芜湖投资建设 10GW 单晶组件项目，两个项目均预计 2023 年下半年开始投产。

经营分析

- **Q2 组件/硅片外销量环比高增，单位盈利水平维持较理想水平：**公司上半年组件外销 17.7GW，其中 Q2 外销 11.4GW (QoQ+79%)；上半年硅片出货 39.6GW，其中 Q2 出货 21.3GW (QoQ+16%，基本匹配行业硅料供应环比增幅)，扣除自用量后，Q2 实现硅片外销 11.7GW (QoQ+39%)。受到硅料价格持续上涨以及产品销售价格传导滞后等因素影响，公司外销组件/硅片毛利率 Q2 均呈现环比小幅下滑，但考虑到 ASP 环比上升，预计单 W 盈利仍维持较理想水平 (测算 Q2 硅片/组件单 W 净利分别约为 0.12/0.15 元/W)。相较于 Q1 因国际贸易政策扰动、物流延迟等因素影响导致的销量确认偏低，公司 Q2 组件及硅片外销确认规模均实现环比高增，且单位盈利保持良好，展现出公司对市场环境变化的适应能力及对经营策略的高效调整能力。
- **好饭不怕晚：长期高额研发投入奠定厚积薄发基础，静待公司酝酿多时的独家新技术产品量产放光芒：**公司上半年研发投入 36.7 亿元，占收入比例高达 7.28%，长期高强度研发投入为公司在 n/p 型 TOPCon、HJT 等多种高效电池技术方向上完成了扎实的技术储备和成果积累，并独创了高度差异化的 HPBC 结构电池，我们预计公司为该项独创技术产品规划的西咸、泰州两地合计 30GW 以上产能有望于今年 Q4 投产，并在明年上半年全面达产，2023 年有望贡献 20-25GW 出货量，助力公司实现分布式电站市场份额及组件业务综合盈利能力的显著提升。
- **积极调整商务合同条款，驱动经营现金流惊艳表现：**公司上半年通过对销售合同闭口时间、长协订单预付款等订单商务条款的积极调整和严格执行，令 Q2 单季经营性现金净流量暴增至 110 亿元，几乎接近去年全年水平，并驱动 Q2 末账上货币资金环比 Q1 末大增 23%至 436 亿元，盈利质量提升显著，并为公司后续新技术产能的快速释放储备了充足的资金弹药。

盈利调整与投资建议

- 预测公司 2022-2024E 年净利润 156/216/271 亿元，当前股价对应 26/19/15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 85 元，对应 30 倍 2023PE。

风险提示：国际贸易摩擦风险；行业产能非理性扩张风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	32,897	54,583	80,932	130,213	153,366	185,138
增长率		65.9%	48.3%	60.9%	17.8%	20.7%
主营业务成本	-23,389	-41,146	-64,590	-107,384	-120,774	-143,819
%销售收入	71.1%	75.4%	79.8%	82.5%	78.7%	77.7%
毛利	9,508	13,438	16,343	22,828	32,592	41,319
%销售收入	28.9%	24.6%	20.2%	17.5%	21.3%	22.3%
营业税金及附加	-178	-282	-418	-651	-767	-926
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,330	-1,073	-1,790	-2,734	-3,144	-3,703
%销售收入	4.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%
管理费用	-971	-1,466	-1,811	-3,125	-3,527	-4,073
%销售收入	3.0%	2.7%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%
研发费用	-304	-499	-854	-1,302	-1,534	-1,851
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	6,725	10,117	11,470	15,015	23,620	30,766
%销售收入	20.4%	18.5%	14.2%	11.5%	15.4%	16.6%
财务费用	-250	-378	-906	47	-499	-367
%销售收入	0.8%	0.7%	1.1%	0.0%	0.3%	0.2%
资产减值损失	0	0	0	-1,025	-696	-734
公允价值变动收益	0	0	262	0	0	0
投资收益	240	1,078	800	4,017	2,425	1,587
%税前利润	3.8%	10.9%	7.8%	22.3%	9.7%	5.1%
营业利润	6,298	9,971	10,656	18,099	25,020	31,421
营业利润率	19.1%	18.3%	13.2%	13.9%	16.3%	17.0%
营业外收支	-51	-59	-424	-100	-100	-100
税前利润	6,247	9,912	10,232	17,999	24,920	31,321
利润率	19.0%	18.2%	12.6%	13.8%	16.2%	16.9%
所得税	-690	-1,212	-1,159	-2,430	-3,364	-4,228
所得税率	11.0%	12.2%	11.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	5,557	8,700	9,074	15,569	21,556	27,093
少数股东损益	278	147	-12	0	0	0
归属于母公司的净利润	5,280	8,552	9,086	15,569	21,556	27,093
净利率	16.0%	15.7%	11.2%	12.0%	14.1%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,557	8,700	9,074	15,569	21,556	27,093
少数股东损益	278	147	-12	0	0	0
非现金支出	1,488	2,221	3,198	4,088	4,579	5,591
非经营收益	104	-751	-216	-2,927	-1,772	-1,117
营运资金变动	447	-272	-1,283	6,169	2,428	3,419
经营活动现金净流	7,596	9,898	10,772	22,899	26,790	34,985
资本开支	-2,684	-4,800	-4,839	-7,110	-10,160	-10,160
投资	183	-425	-2,670	0	0	0
其他	-252	54	369	4,017	2,425	1,587
投资活动现金净流	-2,753	-5,171	-7,141	-3,093	-7,735	-8,573
股权募资	4,594	136	137	-1,079	0	0
债权募资	-198	4,923	-14	-284	-366	-4,224
其他	94	-2,558	-2,727	-6,762	-9,145	-11,177
筹资活动现金净流	4,490	2,501	-2,604	-8,124	-9,510	-15,401
现金净流量	9,333	7,228	1,027	11,682	9,544	11,011

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	19,336	26,963	29,172	40,115	49,123	59,744
应收款项	9,504	12,216	9,057	17,632	20,694	24,892
存货	6,356	11,452	14,098	20,594	23,162	27,582
其他流动资产	2,170	4,469	6,625	7,671	7,365	7,885
流动资产	37,367	55,101	58,952	86,013	100,343	120,103
%总资产	63.0%	62.9%	60.3%	68.0%	68.6%	70.4%
长期投资	1,122	1,594	4,552	4,552	4,552	4,552
固定资产	18,349	26,906	27,437	31,089	36,902	41,715
%总资产	30.9%	30.7%	28.1%	24.6%	25.2%	24.4%
无形资产	1,227	2,261	1,793	1,647	1,525	1,421
非流动资产	21,937	32,534	38,783	40,407	45,954	50,528
%总资产	37.0%	37.1%	39.7%	32.0%	31.4%	29.6%
资产总计	59,304	87,635	97,735	126,420	146,297	170,630
短期借款	2,426	5,202	4,328	4,740	4,374	150
应付款项	17,612	30,756	28,385	48,436	54,490	64,874
其他流动负债	4,582	7,134	9,792	11,927	13,417	15,313
流动负债	24,620	43,092	42,504	65,102	72,282	80,336
长期贷款	2,509	1,125	1,661	1,661	1,661	1,661
其他长期负债	3,881	7,819	5,982	3,807	3,571	3,594
负债	31,009	52,037	50,148	70,570	77,514	85,592
普通股股东权益	27,629	35,106	47,448	55,710	68,644	84,900
其中：股本	3,772	3,772	5,413	5,413	5,413	5,413
未分配利润	12,701	19,353	27,109	36,450	49,384	65,639
少数股东权益	666	492	139	139	139	139
负债股东权益合计	59,304	87,635	97,735	126,420	146,297	170,630

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.400	2.267	1.679	2.054	2.843	3.573
每股净资产	7.325	9.308	8.766	7.348	9.054	11.198
每股经营现金净流	2.014	2.624	1.990	4.230	4.949	6.463
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.151	1.593	2.002
回报率						
净资产收益率	19.11%	24.36%	19.15%	27.95%	31.40%	31.91%
总资产收益率	8.90%	9.76%	9.30%	12.32%	14.73%	15.88%
投入资本收益率	17.32%	18.89%	18.65%	20.86%	27.31%	30.64%
增长率						
主营业务收入增长率	49.62%	65.92%	48.27%	60.89%	17.78%	20.72%
EBIT增长率	129.30%	50.45%	13.37%	30.91%	57.31%	30.25%
净利润增长率	106.40%	61.99%	6.24%	71.36%	38.45%	25.69%
总资产增长率	49.53%	47.77%	11.53%	29.35%	15.72%	16.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.4	37.1	34.1	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	83.0	79.0	72.2	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	73.2	74.4	60.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	171.6	163.9	112.2	81.4	84.1	80.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.38%	-45.76%	-48.72%	-60.37%	-62.64%	-68.12%
EBIT利息保障倍数	26.9	26.7	12.7	-320.5	47.3	83.7
资产负债率	52.29%	59.38%	51.31%	55.82%	52.98%	50.16%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	2	7	18	45	118
增持	0	1	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.18	1.13	1.00

来源：聚源数据

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。

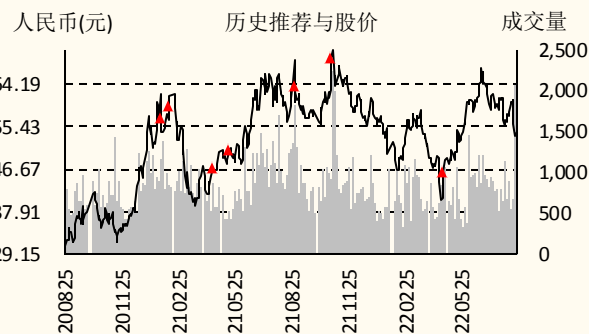
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-01	买入	75.99	90.00
2	2021-01-28	买入	123.00	138.00
3	2021-02-09	买入	112.20	143.00
4	2021-04-21	买入	92.40	143.00
5	2021-05-18	买入	99.35	143.00
6	2021-08-31	买入	97.30	120.00
7	2021-10-29	买入	89.12	120.00
8	2022-04-28	买入	61.30	120.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402