

隆基绿能 (601012)

2022 年三季度点评：在手订单创历史新高，新技术快速推进

2022 年 10 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	80,932	120,356	150,855	185,052
同比	48%	49%	25%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	9,086	15,526	19,624	24,624
同比	6%	71%	26%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.20	2.05	2.59	3.25
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.34	28.87	22.84	18.21

#产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022Q1~Q3 营收 870 亿元, 同增 54.9%, 其中 2022Q3 营收 366 亿元, 同增 73.5%, 环增 15%; 2022 年 1-9 月归母净利 109.8 亿元, 同增 45%, 其中 2022Q3 归母净利 45 亿元, 同增 75%, 环增 18%, 业绩偏预告上限。其中, 受益于硅料涨价, 公司 2022Q3 投资收益约 13.8 亿元; 受益于汇兑收益, 财务费用为-8.4 亿元。
- **硅片组件出货持续高增, 盈利坚挺:** 我们测算公司 2022Q1-3 硅片出货约 62GW, 同增约 14%, 其中 2022Q3 出货约 22GW, 同增约 42%, 环比略增, 单瓦净利约 0.12 元, 环比持平。全年我们预计硅片出货 86~88GW 左右, 同增约 25%; 单瓦盈利坚挺, 龙头地位稳固。我们测算 2022Q1-3 组件出货约 31GW, 同增 14%; 其中 2022Q3 出货 13GW, 环增约 12%, 我们测算单组件净利约 2 分, 一体化盈利约 0.14 元, 环比基本持平。全年我们预计组件出货 45W+, 同增约 18%+。随着硅料产能逐步投放, 2023 年硅片及组件业务都将迎来放量, 我们预计 2023 年硅片出货 130GW, 同增 50%, 组件出货 70GW+, 同增 55%+。
- **新技术投产落地、2023 年加速渗透:** 自 2021 年至今, 公司已 11 次刷新电池转换效率世界纪录, 领跑全行业。2022 年 9 月底, 西咸 15GW HPBC 电池正式投产, 我们预计 2023Q1 将满产, 后续产能达 30GW。泰州 4GW 项目设备进厂中, 我们预计 2023Q2 满产。我们预计 2023 年 HPBC 出货将达 20~25GW, 溢价 3~4 美分, 新技术渗透率持续提升, 享超额收益!
- **合同负债创历史新高, 受益硅料降价弹性大:** 公司 2022Q3 合同负债 215 亿元, 同增 150%, 环增 68%, 创历史新高, 随着硅料逐步投产降价, 2023 年公司组件业务受益硅料降价弹性大。2022Q3 存货周转天数 73 天, 环降 11 天, 同降 22 天, 营运效率提升显著。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司硅片组件出货高增, 我们维持此前盈利预测, 我们预计 2022-2024 年净利润 155/196/246 亿元, 同增 71%/26%/25%。基于公司为硅片龙头, 一体化布局效果显著, 我们给予 2023 年 25 倍, 对应目标价 64.7 元, 维持“买入”评级。
- **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)	49.25
一年最低/最高价	45.08/103.30
市净率(倍)	6.47
流通 A 股市值(百万元)	373,217.67
总市值(百万元)	373,396.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.61
资产负债率(% ,LF)	60.12
总股本(百万股)	7,581.66
流通 A 股(百万股)	7,578.02

相关研究

《隆基绿能(601012): 2022Q3 预告点评: 龙头盈利稳定, Q4 放量在即, 新技术加速渗透!》

2022-10-14

《隆基绿能(601012): 2022 年中报点评: 硅片组件稳健增长, 电池新技术 2023 年放量在即!》

2022-08-25

图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 870.35 亿元, 同比+54.85% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 109.76 亿元, 同比+45.26% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 366.18 亿元, 同比+73.48% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q3 归母净利润 44.95 亿元, 同比+75.40% (亿元, %)	4
图 5: 单晶硅片季度出货 (单位: GW)	4
图 6: 组件季度出货 (单位: GW)	4
图 7: 2022Q1-3 期间费用 34.97 亿元, 同比+57.76% (亿元, %)	5
图 8: 2022Q3 期间费用率 2.46%, 同比-3.68pct (%)	5
图 9: 2022Q3 期末合同负债 215.63 亿元, 同比+150.86% (亿元, %)	6
图 10: 2022Q3 期末存货 258.04 亿元, 较期初上升 117.06 亿元 (亿元)	6
图 11: 2022Q3 现金净流入 98.03 亿元, 同比+155.90% (亿元, %)	6
图 12: 2022Q3 期末应收账款 91.45 亿元, 较期初增长 12.92 亿元 (亿元)	6
表 1: 2022Q1-3 收入 870.35 亿元, 同比增长 54.85%; 盈利 109.76 亿元, 同比增长 45.26% (单位: 亿元)	3
表 2: 筹备项目统计	5

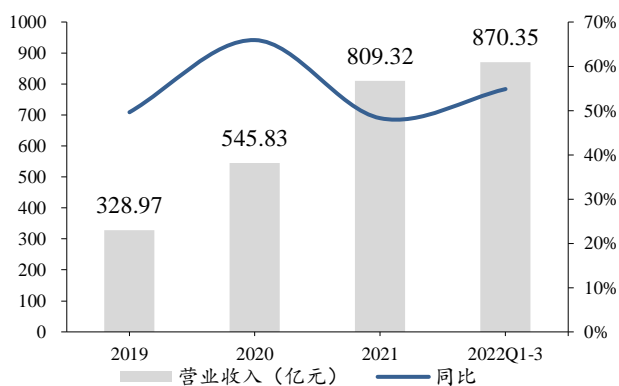
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 870.35 亿元, 同比增长 54.85%; 实现归属母公司净利润 109.76 亿元, 同比增长 45.26%。其中 2022Q3, 实现营业收入 366.18 亿元, 同比增长 73.48%, 环比增长 15.07%; 实现归属母公司净利润 44.95 亿元, 同比增长 75.40%, 环比增长 17.78%, 业绩偏预告上限。2022Q1-3 毛利率为 16.11%, 同比下降 5.20pct, 2022Q3 毛利率 14.04%, 同比下降 4.89pct, 环比下降 1.42pct; 2022Q1-3 归母净利率为 12.61%, 同比下降 0.83pct, 2022Q3 归母净利率 12.28%, 同比上升 0.13pct, 环比上升 0.28pct。受益于硅料涨价, 公司 2022Q3 投资收益约 13.8 亿元; 受益于汇兑收益, 财务费用为-8.4 亿元。

表1: 2022Q1-3 收入 870.35 亿元, 同比增长 54.85%; 盈利 109.76 亿元, 同比增长 45.26% (单位: 亿元)

隆基绿能	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	870.35	562.06	54.9%	366.18	211.07	73.5%	318.22	15.1%
毛利率	16.1%	21.3%	-5.2pct	14.0%	18.9%	-4.9pct	15.5%	-1.4pct
营业利润	126.91	87.88	44.4%	51.18	29.26	74.9%	44.55	14.9%
利润总额	125.02	86.67	44.2%	50.33	28.87	74.4%	44.32	13.6%
归属母公司净利润	109.76	75.56	45.3%	44.95	25.63	75.4%	38.17	17.8%
扣非归母净利润	106.54	73.99	44.0%	42.49	24.95	70.3%	37.58	13.1%
归母净利率	12.6%	13.4%	-0.8pct	12.3%	12.1%	0.1pct	12.0%	0.3pct
股本(亿股)	75.82	54.13	-	75.82	54.13	-	75.82	-
EPS(元/股)	1.45	1.40	3.7%	0.59	0.47	25.2%	0.50	17.8%

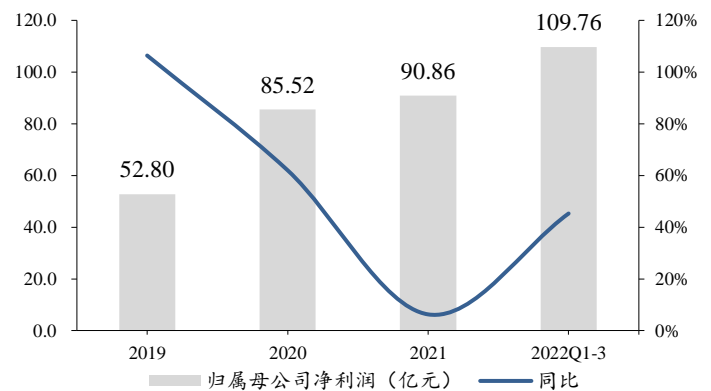
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 870.35 亿元, 同比+54.85%(亿元, %)



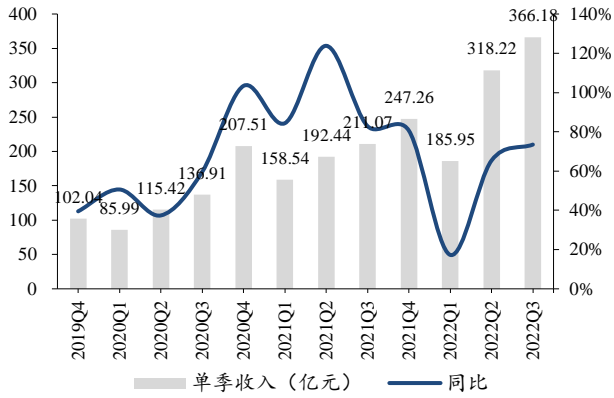
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1-3 归母净利润 109.76 亿元, 同比+45.26%(亿元, %)



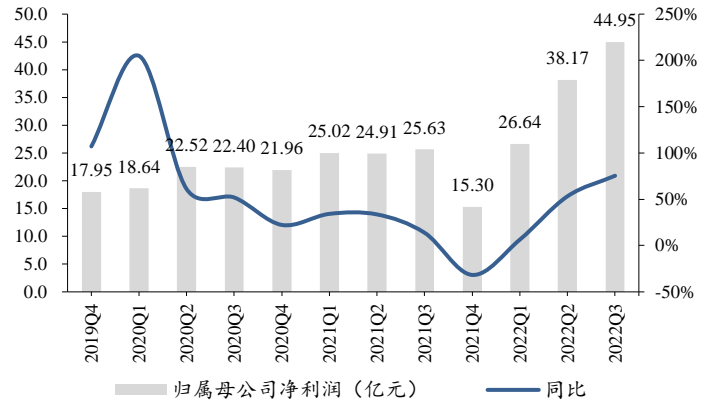
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 366.18 亿元, 同比+73.48% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

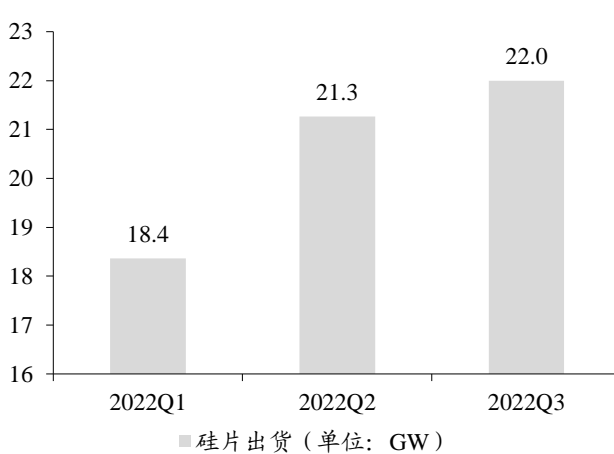
图4: 2022Q3 归母净利润 44.95 亿元, 同比+75.40% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

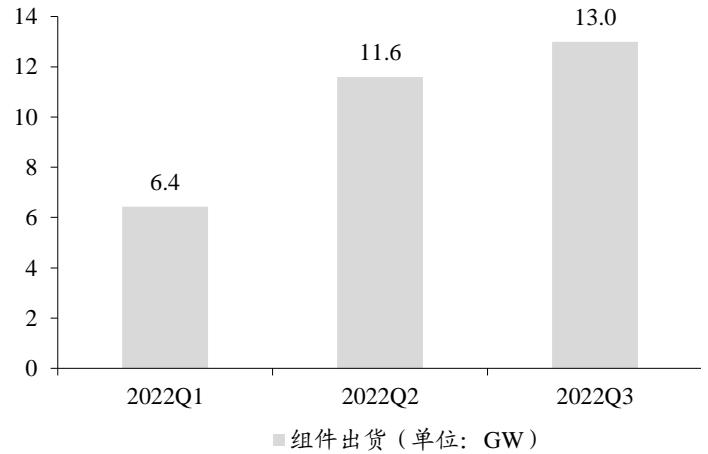
硅片组件出货持续高增, 盈利坚挺: 我们测算公司 2022Q1-3 硅片出货约 62GW, 同增约 14%, 其中 2022Q3 出货约 22GW, 同增约 42%, 环比略增, 单瓦净利约 0.12 元, 环比持平。全年我们预计硅片出货 86~88GW 左右, 同增约 25%; 单瓦盈利坚挺, 龙头地位稳固。我们测算 2022Q1-3 组件出货约 31GW, 同增 14%; 其中 2022Q3 出货 13GW, 环增约 12%, 我们测算单组件净利约 2 分, 一体化盈利约 0.14 元, 环比基本持平。全年我们预计组件出货 45W+, 同增约 18%+。随着硅料产能逐步投放, 2023 年硅片及组件业务都将迎来放量, 我们预计 2023 年硅片出货 130GW, 同增 50%, 组件出货 70GW+, 同增 55%+。

图5: 单晶硅片季度出货 (单位: GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 组件季度出货 (单位: GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新技术投产落地、2023 年加速渗透: 自 2021 年至今, 公司已 11 次刷新电池转换效率世界纪录, 领跑全行业。2022 年 9 月底, 西咸 15GW HPBC 电池正式投产, 我们预计 2023Q1 将满产, 后续产能达 30GW。泰州 4GW 项目设备进厂中, 我们预计 2023Q2 满

产。我们预计 2023 年 HPBC 出货将达 20~25GW，溢价 3~4 美分，新技术渗透率持续提升，享超额收益！

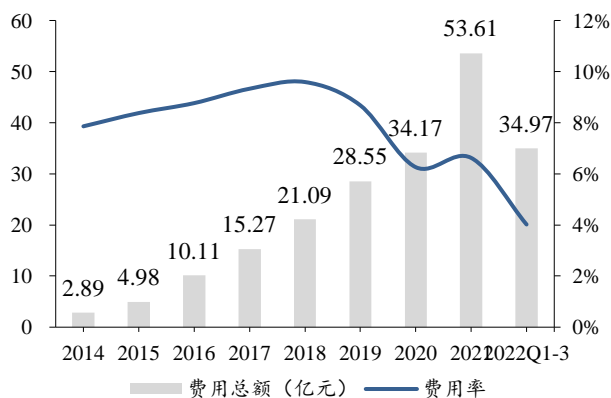
表2: 筹备项目统计

项目名称	实施主体	经有权机构审批的 预计总投资额 (亿元)	项目进度
西咸乐叶年产 15GW 单晶高效电池项目	西咸乐业	55.12	2022 年 9 月底正式投产，我们预计 2023Q1 满产。
宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目 (一期 3GW)	宁夏乐叶	12.48	项目筹备中
泰州乐叶年产 4GW 单晶电池项目	泰州乐叶	12.09	正在建设中，我们预计 2022 年下半年开始投产，我们预计 2023 年 Q2 满产。
嘉兴光伏年产 10GW 单晶组件项目	嘉兴光伏	25.20	项目建设中，我们预计 2023 年一季度开始投产
芜湖光伏年产 10GW 单晶组件项目	芜湖光伏	25.19	项目筹备中
鄂尔多斯年产 46GW 单晶硅棒和切片项目	鄂尔多斯隆基	107.54	项目筹备中

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

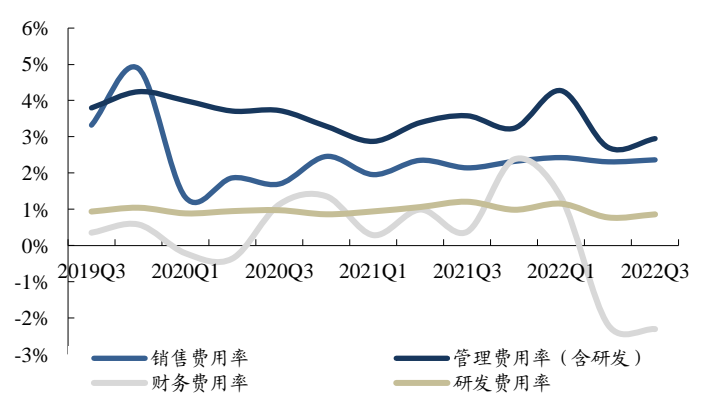
控费能力优秀, 2022Q1-3 期间费用率同比下降: 公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 57.76%至 34.97 亿元, 期间费用率下降 2.03 个百分点至 4.02%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 68.88%、上升 46.81%、上升 27.60%、下降 506.67%至 20.53 亿元、27.37 亿元、7.78 亿元、-12.93 亿元; 费用率分别上升 0.2、下降 0.17、下降 0.19、下降 2.05 个百分点至 2.36%、3.15%、0.89%、-1.49%。2022Q3, 销售、管理、研发、财务费用分别同比+91.36%/+52.91%/+23.63%/-1143.60%, 费用率分别为 2.37%/2.09%/0.86%/-2.30%。

图7: 2022Q1-3 期间费用 34.97 亿元, 同比+57.76% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

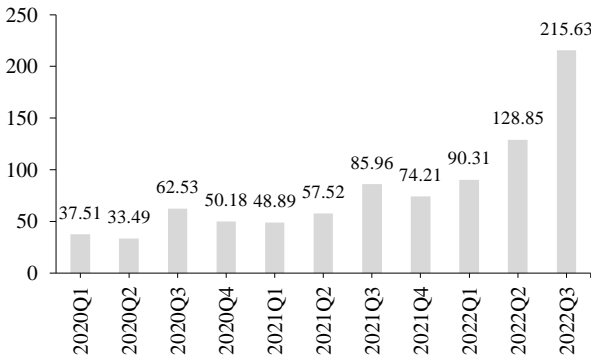
图8: 2022Q3 期间费用率 2.46%, 同比-3.68pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

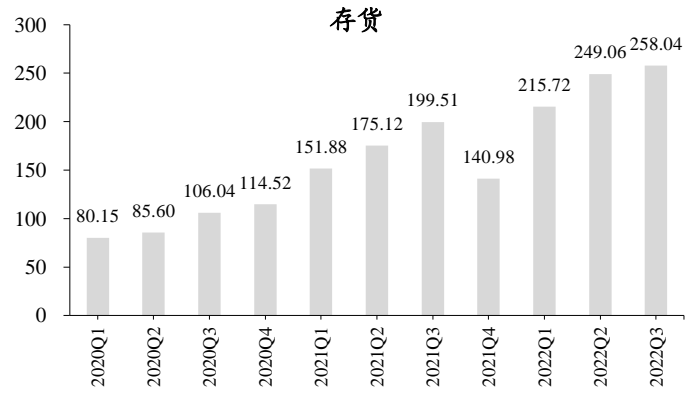
合同负债创历史新高，受益硅料降价弹性大：公司 2022Q3 合同负债 215 亿元，同增 150%，环增 68%，创历史新高，随着硅料逐步投产降价，2023 年公司组件业务受益硅料降价弹性大。2022Q3 存货周转天数 73 天，环降 11 天，同降 22 天，营运效率提升显著。

图9： 2022Q3 期末合同负债 215.63 亿元，同比+150.86% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

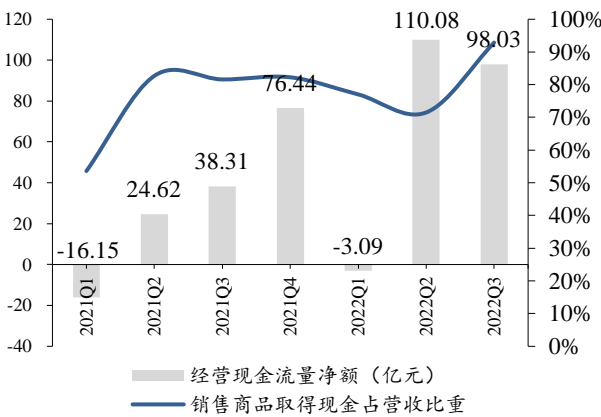
图10： 2022Q3 期末存货 258.04 亿元，较期初上升 117.06 亿元 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

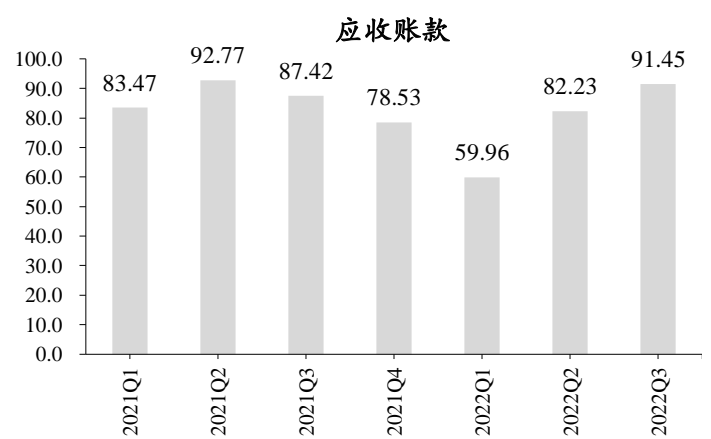
现金流转为净流入，盈利能力提升：公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 205.01 亿元，同比增长 338.23%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 98.03 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 710.71 亿元，同比增长 70.72%。期末应收账款 91.45 亿元，较期初增长 12.92 亿元，应收账款周转天数下降 7.27 天至 26.37 天。

图11： 2022Q3 现金净流入 98.03 亿元，同比+155.90% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12： 2022Q3 期末应收账款 91.45 亿元，较期初增长 12.92 亿元 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司硅片组件出货高增，我们维持此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年净利润 155/196/246 亿元，同增 71%/26%/25%。基于公司为硅片龙头，一体化布局效果显著，我们给予 2023 年 25 倍，对应目标价 64.7 元，维持“买入”评

级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

隆基绿能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58,952	111,028	129,805	173,803	营业总收入	80,932	120,356	150,855	185,052
货币资金及交易性金融资产	29,172	55,669	66,422	93,407	营业成本(含金融类)	64,590	98,267	119,724	146,316
经营性应收款项	13,522	23,048	28,674	35,134	税金及附加	418	602	754	925
存货	14,098	28,538	30,451	39,853	销售费用	1,790	2,648	3,319	3,701
合同资产	909	1,998	2,100	2,824	管理费用	1,811	3,370	4,224	4,256
其他流动资产	1,251	1,775	2,159	2,587	研发费用	854	963	1,207	1,480
非流动资产	38,783	45,902	51,760	57,612	财务费用	906	378	192	165
长期股权投资	4,404	7,404	10,378	13,365	加:其他收益	347	361	528	648
固定资产及使用权资产	27,884	32,065	35,035	37,962	投资净收益	800	4,645	1,509	555
在建工程	2,562	2,282	2,169	1,985	公允价值变动	262	0	0	0
无形资产	448	549	525	563	减值损失	-1,289	-724	-538	-616
商誉	176	259	300	362	资产处置收益	-27	0	0	0
长期待摊费用	1,168	1,168	1,168	1,168	营业利润	10,656	18,410	22,933	28,795
其他非流动资产	2,140	2,175	2,186	2,207	营业外净收支	-424	-287	-186	-187
资产总计	97,735	156,930	181,565	231,416	利润总额	10,232	18,123	22,747	28,608
流动负债	42,504	79,900	84,404	108,937	减:所得税	1,159	2,084	2,616	3,290
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,328	4,096	2,794	2,625	净利润	9,074	16,039	20,131	25,318
经营性应付款项	21,711	47,965	49,341	65,859	减:少数股东损益	-12	513	507	694
合同负债	7,421	11,792	14,062	17,371	归属母公司净利润	9,086	15,526	19,624	24,624
其他流动负债	9,044	16,047	18,206	23,082	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.20	2.05	2.59	3.25
非流动负债	7,644	11,763	11,763	11,763	EBIT	11,520	14,506	21,627	28,373
长期借款	1,661	3,093	3,093	3,093	EBITDA	14,980	18,138	25,195	32,608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.19	18.35	20.64	20.93
租赁负债	2,703	5,390	5,390	5,390	归母净利率(%)	11.23	12.90	13.01	13.31
其他非流动负债	3,280	3,280	3,280	3,280	收入增长率(%)	48.27	48.71	25.34	22.67
负债合计	50,148	91,663	96,166	120,700	归母净利润增长率(%)	6.24	70.88	26.39	25.48
归属母公司股东权益	47,448	64,615	84,239	108,863					
少数股东权益	139	652	1,160	1,853					
所有者权益合计	47,587	65,267	85,398	110,716					
负债和股东权益	97,735	156,930	181,565	231,416					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,323	28,588	21,253	38,013	每股净资产(元)	8.77	9.16	11.94	15.43
投资活动现金流	-7,141	-7,143	-8,676	-10,380	最新发行在外股份(百万股)	7,582	7,582	7,582	7,582
筹资活动现金流	-2,088	5,052	-1,824	-648	ROIC(%)	19.92	19.14	21.93	22.98
现金净增加额	2,578	26,497	10,752	26,985	ROE-摊薄(%)	19.15	24.03	23.30	22.62
折旧和摊销	3,460	3,632	3,568	4,235	资产负债率(%)	51.31	58.41	52.97	52.16
资本开支	-4,839	-8,749	-7,196	-7,923	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.34	28.87	22.84	18.21
营运资本变动	-1,488	5,596	-3,960	3,287	P/B(现价)	6.75	6.46	4.95	3.83

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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>

