

# 隆基绿能 (601012.SH)

龙头业绩稳健增长，2023 年产能高速扩张

增持

## 核心观点

**营收利润显著增长。**公司 2022 年实现营业收入 1290 亿元，同比+60.0%，其中光伏组件占比 65.8%，光伏硅片占比 29.6%，合计超过 95%；实现归母净利润 148 亿元，同比+63.0%。2022 年综合毛利率 15.4%，同比-4.8pct；销售净利率 11.4%，同比+0.2pct。23Q1 实现营收 283 亿元，同比+52.4%，环比-32.5%；实现归母净利润 36.4 亿元，同比+36.5%，环比-5.2%。

**2022 年硅片、组件出货均为行业第一。**2022 年公司硅片出货 85GW（含自用部分），同比增长 21.5%；组件出货 46.8GW，同比增长 21.5%，两个环节出货量均位居全球第一。公司年报披露 2023 年硅片/组件出货量目标分别为 130/85GW，同比分别大幅增长 53%/82%。

**23Q1 一体化组件盈利有所提升。**估算公司 23Q1 组件出货 12.5GW，单瓦盈利约 0.17-0.18 元/W，环比提升 0.02-0.03 元/W；23Q1 硅片出货量 10.5GW，单瓦盈利约 0.05-0.06 元/W，预计公司 Q2 硅片产品的盈利能力会有所提升。

**23 年产能加速投放，新型电池技术产品蓄势待发。**截至 2022 年底，公司硅片/电池/组件产能分别为 133/50/85GW，组件产能全球第一，硅片产能与中环接近、全球领先。2023 年公司将快速扩充规模，预计各环节年底产能分别达到 190/110/130GW，同比预计增长 43%/120%/53%。我们预计公司 2023 年底的电池产能中，PERC/HPBC/TOPCon 占比分别约 40%/30%/30%，未来公司新型电池技术产品占比有望快速提升。

**看好一体化组件量利齐升基本面趋势。**当前光伏行业下游终端需求持续旺盛，而上游硅料价格持续下行，硅料、组件之间的价差有望拉大，位于产业链中游的一体化组件商有望充分受益，实现量利齐升。公司作为一体化组件商龙头企业，有望加速成长。

**风险提示：**公司产能投放不及预期，光伏行业各环节竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 191.5/239.0/274.5 亿元，同比增速 29.3%/24.8%/14.9%，对应 5 月 8 日收盘价的动态 PE 为 13.3/10.6/9.3x。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	80,932	128,998	156,645	188,541	223,238
(+/-%)	48.3%	59.4%	21.4%	20.4%	18.4%
净利润(百万元)	9086	14812	19153	23903	27454
(+/-%)	6.2%	63.0%	29.3%	24.8%	14.9%
每股收益(元)	1.68	1.95	2.53	3.15	3.62
EBIT Margin	14.2%	9.1%	13.2%	14.7%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	21.8%	26.9%	27.3%	27.1%	25.1%
市盈率 (PE)	20.0	17.2	13.3	10.6	9.3
EV/EBITDA	16.1	22.2	14.7	11.1	9.9
市净率 (PB)	3.81	4.08	3.24	2.58	2.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·光伏设备

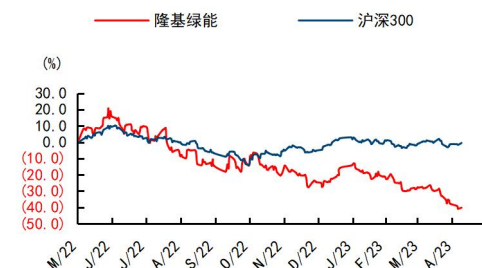
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn  
 证券分析师：王昕宇 021-60375422 cnwangxinyu6@guosen.com.cn  
 S0980520080003 S0980522090002

证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn  
 S0980520080009

### 基础数据

投资评级 增持(维持)  
 合理估值  
 收盘价 33.53 元  
 总市值/流通市值 254208/254091 百万元  
 52 周最高价/最低价 80.17/32.87 元  
 近 3 个月日均成交额 2855.99 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《隆基绿能 (601012.SH) ——一体化组件龙头企业，稳健发展未来可期》——2022-12-29

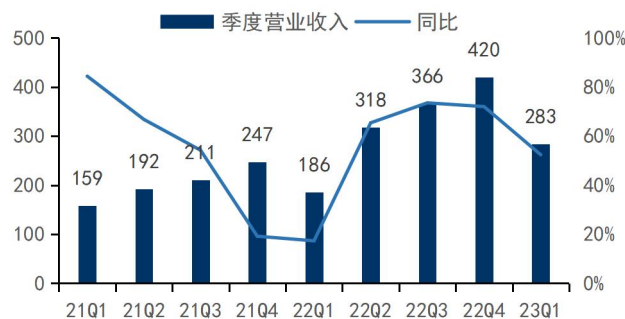
**营收利润大幅增长。**公司 2022 年实现营业收入 1290 亿元，同比+60.0%；实现归母净利润 148 亿元，同比+63.0%。23Q1 实现营收 283 亿元，同比+52.4%，环比-32.5%；实现归母净利润 36.4 亿元，同比+36.5%，环比-5.2%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

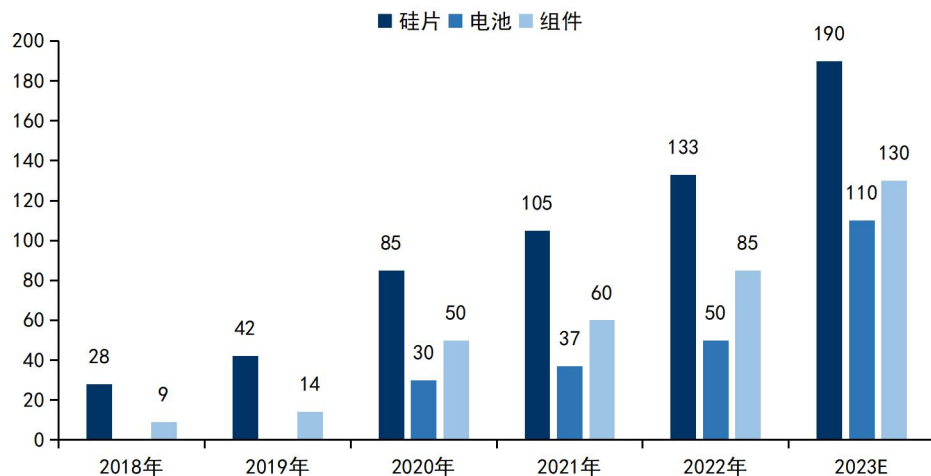
图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

截至 2022 年底，公司硅片/电池/组件产能分别为 133/50/85GW，组件产能全球第一，硅片产能与中环接近并列第一。2023 年公司将继续快速扩充规模，预计各环节年底产能分别达到 190/110/130GW，同比预计增长 43%/120%/53%。我们预计公司 2023 年底的电池产能中，PERC/HPBC/TOPCon 占比分别约 40%/30%/30%。

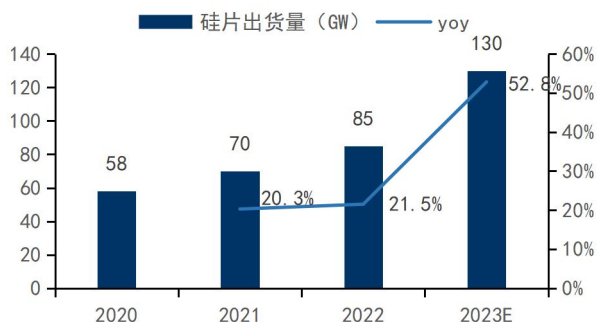
图5: 隆基绿能各环节产能情况 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

2022 年公司硅片出货 85GW (含自用部分), 同比增长 21.5%; 组件出货 46.8GW, 同比增长 21.5%, 两个环节出货量均位居全球第一。公司年报披露 2023 年硅片/组件出货量目标分别为 130/85GW, 同比分别大幅增长 53%/82%。

图6: 公司硅片出货量 (GW, 含自用部分)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

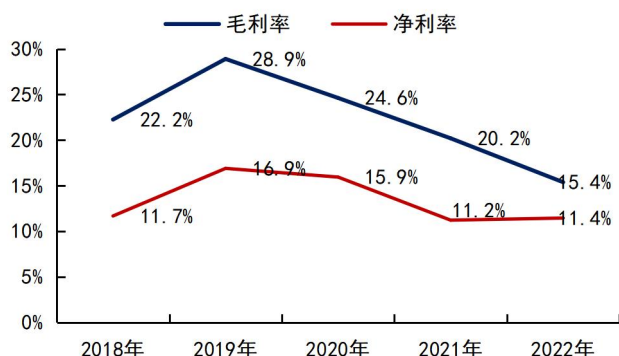
图7: 公司组件出货量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

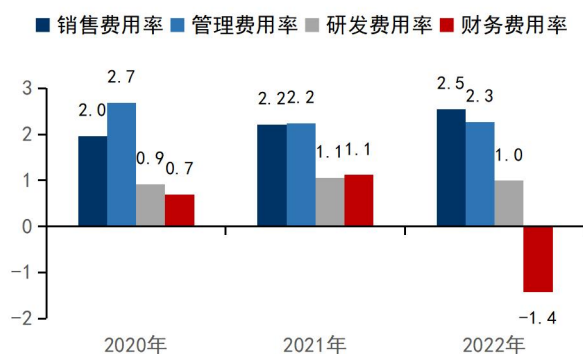
2022 年, 公司综合毛利率 15.4%, 同比-4.8pct; 销售净利率 11.4%, 同比+0.2pct。期间费用率方面: 销售费用率 2.5%, 同比+0.3pct; 管理费用率 2.3%, 同比+0.1pct; 研发费用率 1.0%, 同比-0.1pct, 财务费用率-1.4%, 同比-2.5pct。

图8：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

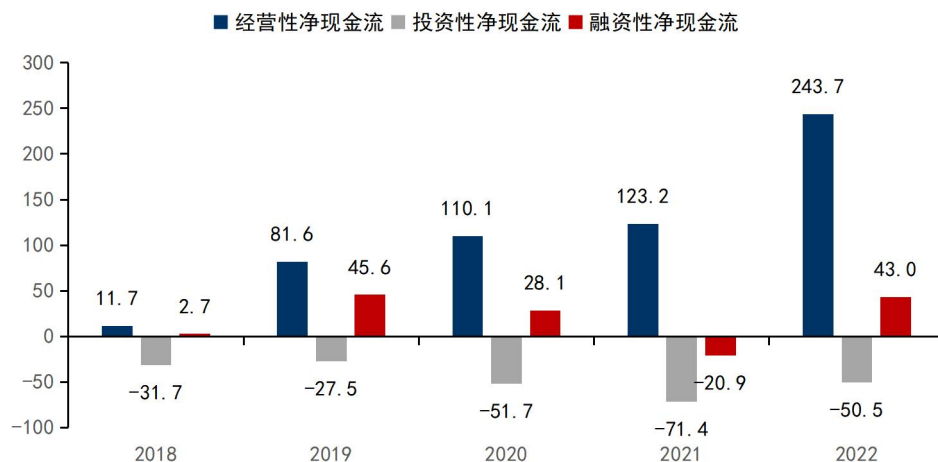
图9：公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年度公司经营性现金净流入 243.7 亿元，规模同比大幅增加 97.8%；投资性净流出 50.5 亿元，规模同比降低 29.3%，投资扩产强度有所下降，根据公司规模，预计 2023 年投资性支出将显著增加；融资性净流入 43.0 亿元，同比增加 305.7%，2022 年为流净流出 20.9 亿元。整体公司现金流呈现良好状态，经营性现金流充裕，可以充分支撑公司投资发展所需。

图10：公司现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司一体化产能持续扩张，新型电池组件产品（HPBC 和 TOPCon）占比提高，推动一体化组件业务实现量利齐升。我们预计公司 2023-2025 年硅片对外销量（不含自用）47/46.0/45.0GW，组件出货量分别为 82/120/153GW，实现主营业务收入分别为 1566/1885/2232 亿元，同比增长 21.4%/20.4%/18.4%。实现归母净利润 191.5/239.0/274.5 亿元，同比增速 29.3%/24.8%/14.9%。

表1：公司各业务板块营收毛利拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>光伏硅片</b>					
销售量（GW，不含自用）	33.9	42.5	47.5	46.0	45.0
收入（亿元）	170.3	382.0	285.5	230.0	183.9
增速	9.8%	124.3%	-25.2%	-19.5%	-20.1%
毛利（亿元）	46.9	67.3	61.8	59.8	54.0
毛利率	27.55%	17.61%	21.63%	26.00%	29.37%
单瓦毛利（元/W）	0.19	0.16	0.13	0.13	0.12
<b>光伏组件</b>					
销售量（GW）	38.5	46.8	81.7	120.0	153.0
收入（亿元）	584.5	848.5	1216.2	1584.8	1971.5
增速	61.3%	45.2%	43.3%	30.3%	24.4%
毛利（亿元）	99.7	115.8	210.4	298.9	367.2
毛利率	17.1%	13.7%	17.3%	18.9%	18.6%
单瓦毛利（元/W）	0.27	0.25	0.26	0.25	0.24
<b>光伏电站 EPC</b>					
收入（亿元）	19.4	19.8	20.2	20.6	21.0
增速	46.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利（亿元）	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6
毛利率	17.17%	17.17%	17.17%	17.17%	17.17%
<b>电力</b>					
收入（亿元）	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4
增速	15.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利（亿元）	10.8	10.6	10.5	10.5	10.5
毛利率	62.07%	60.60%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>合计</b>					
主营业务收入（亿元）	791.7	1267.7	1539.4	1852.9	2193.9
增速	45.0%	60.1%	21.4%	20.4%	18.4%
毛利（亿元）	160.8	197.1	286.1	372.7	435.3
毛利率	20.3%	15.5%	18.6%	20.1%	19.8%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议：**维持盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 191.5/239.0/274.5 亿元，同比增速 29.3%/24.8%/14.9%，对应 5 月 8 日收盘价的动态 PE 为 13.3/10.6/9.3x。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	29172	54372	52568	70375	93052	营业收入	80932	128998	156645	188541	223238
应收款项	8278	9220	21458	25828	30581	营业成本	64590	109164	127536	150615	178946
存货净额	14098	19318	30042	36159	42813	营业税金及附加	418	656	809	974	1153
其他流动资产	1628	3280	3832	3464	3758	销售费用	1790	3283	3133	3771	4465
<b>流动资产合计</b>	<b>58952</b>	<b>90817</b>	<b>114070</b>	<b>143038</b>	<b>178777</b>	管理费用	1811	2933	3133	3771	4465
固定资产	27437	30508	52168	55500	56666	研发费用	854	1282	1410	1697	2009
无形资产及其他	448	566	573	580	588	财务费用	906	(1841)	(863)	390	318
其他长期资产	6494	7966	10965	11312	11162	投资收益	800	4931	1825	1095	730
长期股权投资	4404	9698	11698	12698	13198	资产减值及公允价值变动	(1289)	(2356)	(1000)	(500)	(500)
<b>资产总计</b>	<b>97735</b>	<b>139556</b>	<b>189474</b>	<b>223130</b>	<b>260391</b>	其他收入	1871	2917	1300	800	800
短期借款及交易性金融负债	4328	758	5000	5000	5000	营业利润	10656	16658	22612	28220	32412
应付款项	21711	33588	57471	67192	79862	营业外净收支	(424)	(253)	0	0	0
其他流动负债	9044	11493	12966	12144	9020	<b>利润总额</b>	<b>10232</b>	<b>16405</b>	<b>22612</b>	<b>28220</b>	<b>32412</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>42504</b>	<b>60529</b>	<b>93276</b>	<b>105808</b>	<b>119306</b>	所得税费用	1159	1642	3392	4233	4862
长期借款及应付债券	1661	9526	10026	10526	11026	少数股东损益	(12)	(49)	67	84	96
其他长期负债	5982	7246	7729	8287	8893	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9086</b>	<b>14812</b>	<b>19153</b>	<b>23903</b>	<b>27454</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>7644</b>	<b>16772</b>	<b>17755</b>	<b>18813</b>	<b>19920</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>50148</b>	<b>77301</b>	<b>111032</b>	<b>124621</b>	<b>139225</b>	净利润	9086	14812	19153	23903	27454
少数股东权益	139	108	175	259	355	资产减值准备	(1241)	(2076)	(1000)	(500)	(500)
股东权益	47448	62147	78268	98250	120811	折旧摊销	2877	3269	4143	6350	7477
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>97735</b>	<b>139556</b>	<b>189474</b>	<b>223130</b>	<b>260391</b>	公允价值变动损失	(262)	(116)	0	0	0
						财务费用	906	(1841)	(863)	390	318
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(1360)	14930	3448	1370	436
每股收益	1.68	1.95	2.53	3.15	3.62	其它	3222	(6449)	(1138)	437	791
每股红利	0.26	0.40	0.52	0.65	0.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>12323</b>	<b>24370</b>	<b>24607</b>	<b>31560</b>	<b>35658</b>
每股净资产	8.79	8.21	10.35	12.99	15.98	资本开支	(4904)	(5008)	(25810)	(9690)	(8650)
ROIC	23%	20%	38%	75%	86%	其它投资现金流	(2237)	(44)	(3174)	(252)	381
ROE	22%	27%	27%	27%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(7141)</b>	<b>(5051)</b>	<b>(28984)</b>	<b>(9942)</b>	<b>(8269)</b>
毛利率	20%	15%	19%	20%	20%	权益性融资	4223	1295	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	13%	15%	14%	负债净变化	36118	2572	4742	500	500
EBITDA Margin	18%	12%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(41523)	(1407)	(3032)	(3921)	(4893)
收入增长	48%	59%	21%	20%	18%	其它融资现金流	39933	(5293)	4242	0	0
净利润增长率	6%	63%	29%	25%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2088)</b>	<b>4300</b>	<b>2573</b>	<b>(3811)</b>	<b>(4711)</b>
资产负债率	51%	55%	59%	56%	53%	<b>现金净变动</b>	<b>3093</b>	<b>23619</b>	<b>(1804)</b>	<b>17806</b>	<b>22678</b>
股息率	0.8%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	26963	29172	54372	52568	70375
P/E	20.0	17.2	13.3	10.6	9.3	货币资金的期末余额	29172	54372	52568	70375	93052
P/B	3.8	4.1	3.2	2.6	2.1	企业自由现金流	6784	23702	(688)	21588	26634
EV/EBITDA	16.1	22.2	14.7	11.1	9.9	权益自由现金流	46450	21317	4787	21756	26863

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032