

## 业绩符合预期，差异化竞争构建长期优势

2023 年 09 月 04 日

➤ **事件：**8 月 30 日，公司发布 2023 年半年报。公司 23H1 实现营收 646.52 亿元，同比+28.36%；归母净利润 91.78 亿元，同比+41.63%。

分季度来看，公司 23Q2 实现营收 363.34 亿元，同比+14.32%，环比+28.30%；归母净利润 55.41 亿元，同比+45.18%，环比+52.35%；扣非归母净利润 54.69 亿元，同比+45.53%，环比+52.30%。总体看公司业绩符合预期。

➤ **硅片、组件龙头地位稳固，盈利能力显著提升。**2023 年上半年，公司实现单晶硅片出货量 52.05GW，同比+31.37%，其中对外销售 22.98GW，自用 29.07GW；实现电池片出货量 31.50GW，其中对外销售 3.28GW，自用 28.22GW；实现组件出货量 26.64GW，同比+47.84%，其中对外销售 26.49GW，自用 0.15GW，公司硅片、组件出货均取得较好增长，双龙头地位稳固。盈利能力方面，得益于 Q2 硅料价格的下行和公司的强供应链管控能力，公司盈利能力显著提升，23H1 公司毛利率/净利率达到 19.08%/14.15%，同比+3.70/2.71Pcts；23Q2 公司毛利率/净利率为 20.00%/15.20%，同比+4.55/3.24Pcts，环比+2.09/2.39Pcts。

➤ **海内外产能扩张提速。**国内方面，23H1 公司鄂尔多斯 46GW 单晶硅棒硅片项目、丽江（三期）年产 10GW 单晶硅棒项目已投产，鄂尔多斯年产 30GW TOPCon 电池也于今年 8 月投产，西咸乐叶年产 29GW 单晶电池项目和泰州乐叶年产 4GW 单晶电池项目处于爬坡阶段；海外方面越南年产 3.35GW 单晶电池项目已投产，马来西亚年产 6.6GW 单晶硅棒、马来西亚年产 2.8GW 单晶组件等项目稳步推进，我们认为海外一体化产能的扩张能够有效规避贸易风险，保证公司海外出货的稳定。目前，公司各环节均处于快速扩张阶段，根据公司经营目标，预计 23 年底，公司硅片、电池片与组件产能将达到 190/110/130GW。

➤ **产品矩阵丰富，差异化竞争构建长期优势。**23H1 公司 HPBC 电池已达到设计良率和目标效率，目前已投入量产，并且发布了基于 HPDC 技术，应用于大型地面电站的“Hi-MO 7”组件产品，该产品功率可达到 580W，效率为 22.5%，而公司此前发布的“Hi-Mo 6”产品则是专注于分布式市场，公司产品目前已实现全场景覆盖，有望通过完备的产品矩阵和差异化构筑长期竞争优势。

➤ **投资建议：**我们预计 23-25 年公司营收为 1519/1860/2166 亿元，归母净利润为 182.15/210.40/236.62 亿元，对 PE 为 11X/10X/9X，公司为光伏硅片与组件双龙头企业，有望受益于光伏行业的持续高景气，一体化产能持续扩张，盈利能力或将持续提升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际贸易风险、产能扩张不及预期、下游需求不及预期等风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	128,998	151,871	185,977	216,591
增长率（%）	60.0	17.7	22.5	16.5
归属母公司股东净利润（百万元）	14,812	18,215	21,040	23,662
增长率（%）	63.0	23.0	15.5	12.5
每股收益（元）	1.95	2.40	2.78	3.12
PE	14	11	10	9
PB	3.2	2.6	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

26.58 元



### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

### 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

### 研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

### 相关研究

- 1.隆基绿能 (601012.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：一体化产能同步扩张，布局氢能着眼未来-2023/04/30
- 2.隆基绿能 (601012.SH) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，龙头地位稳固-2022/10/31
- 3.隆基绿能 (601012.SH) 2022 年半年报点评：组件硅片双龙头地位稳固，产能扩张有序推进-2022/08/25
- 4.隆基股份 (601012.SH) 2021 年报及 22 年一季报点评：组件龙头 21 年营收高增，看好新技术带来高弹性-2022/04/28

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	128,998	151,871	185,977	216,591
营业成本	109,164	123,259	150,899	177,163
营业税金及附加	656	773	947	1,102
销售费用	3,283	3,037	3,720	4,332
管理费用	2,933	4,860	5,951	6,931
研发费用	1,282	1,974	2,418	2,816
EBIT	10,816	18,358	22,571	24,867
财务费用	-1,841	-640	-714	-1,151
资产减值损失	-2,076	-2,232	-1,000	-1,000
投资收益	4,931	3,493	1,116	1,300
营业利润	16,658	20,259	23,401	26,318
营业外收支	-253	0	0	0
利润总额	16,405	20,259	23,401	26,318
所得税	1,642	2,026	2,340	2,632
净利润	14,763	18,233	21,061	23,686
归属于母公司净利润	14,812	18,215	21,040	23,662
EBITDA	14,503	22,365	26,954	29,597

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	54,372	72,561	101,698	134,558
应收账款及票据	9,220	9,976	12,265	14,289
预付款项	3,303	5,670	6,941	8,149
存货	19,318	16,798	20,210	17,160
其他流动资产	4,604	3,774	4,315	4,751
流动资产合计	90,817	108,779	145,430	178,908
长期股权投资	9,698	11,698	13,198	14,198
固定资产	25,147	24,851	24,530	23,536
无形资产	566	666	766	866
非流动资产合计	48,739	51,113	52,610	53,260
资产合计	139,556	159,891	198,040	232,167
短期借款	79	0	0	0
应付账款及票据	33,588	35,792	46,541	50,977
其他流动负债	26,863	29,872	36,211	42,216
流动负债合计	60,529	65,664	82,752	93,194
长期借款	2,912	2,912	2,912	2,912
其他长期负债	13,860	13,860	13,860	13,860
非流动负债合计	16,772	16,772	16,772	16,772
负债合计	77,301	82,436	99,524	109,966
股本	7,582	7,585	7,585	7,585
少数股东权益	108	126	147	170
股东权益合计	62,254	77,455	98,516	122,202
负债和股东权益合计	139,556	159,891	198,040	232,167

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	60.03	17.73	22.46	16.46
EBIT 增长率	-5.74	69.74	22.95	10.17
净利润增长率	63.02	22.98	15.51	12.46
盈利能力 (%)				
毛利率	15.38	18.84	18.86	18.20
净利率	11.48	11.99	11.31	10.92
总资产收益率 ROA	10.61	11.39	10.62	10.19
净资产收益率 ROE	23.83	23.55	21.39	19.39
偿债能力				
流动比率	1.50	1.66	1.76	1.92
速动比率	1.08	1.30	1.41	1.63
现金比率	0.90	1.11	1.23	1.44
资产负债率 (%)	55.39	51.56	50.25	47.36
经营效率				
应收账款周转天数	23.62	23.00	23.00	23.00
存货周转天数	55.06	56.00	48.00	40.00
总资产周转率	1.09	1.01	1.04	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	1.95	2.40	2.78	3.12
每股净资产	8.20	10.20	12.98	16.10
每股经营现金流	3.21	3.24	4.52	4.92
每股股利	0.40	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	14	11	10	9
PB	3.2	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.00	7.13	5.92	5.39
股息收益率 (%)	1.50	0.94	0.94	0.94

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	14,763	18,233	21,061	23,686
折旧和摊销	3,688	4,006	4,383	4,730
营运资金变动	9,105	3,144	8,544	8,794
经营活动现金流	24,370	24,563	34,276	37,315
资本开支	-4,728	-4,380	-4,380	-4,380
投资	-847	-2,000	-1,500	-1,000
投资活动现金流	-5,051	-2,887	-4,764	-4,080
股权募资	98	0	0	0
债务募资	6,058	-79	0	0
筹资活动现金流	4,300	-3,487	-374	-374
现金净流量	24,620	18,189	29,138	32,860

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026