

隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

减值、投资收益拖累短期业绩，董事长增持彰显长期发展信心

业绩简评

2023年10月30日，公司发布三季报，前三季度实现营业收入941亿元，同比增长8.6%，归母净利润117亿元，同比增长6.5%。其中Q3实现收入294亿元，同比下降19%，归母净利润25亿元，同比下降44%。

经营分析

Q3 组件外销 16.63GW，Q4 出货有望恢复高增：2023 年前三季度公司实现单晶硅片外销 37.45GW，电池片外销 4.71GW，组件出货 43.53GW（外销 43.12GW）；其中 Q3 硅片/电池片/组件分别外销 14.47/1.43/16.63GW。随着年底装机旺季到来，地面电站需求有望集中爆发，公司四季度组件出货量有望实现同环比高增。

因组件价格快速下跌，Q3 计提约 11 亿元减值：公司 Q3 计提 10.99 亿元资产减值损失，主要为因组件降价而产生的存货跌价损失，考虑到硅料下降最快阶段已过，公司存货减值压力释放，未来有望轻装上阵。

Q3 硅料价格低位，投资收益环比大幅下降：公司 Q3 投资收益 6.98 亿元，环比减少 6.64 亿元，主要是因为三季度硅料价格降至低位，公司所参股的乐山、包头硅料产能利润大幅减少所致。

公司或有望显著受益中美光伏贸易关系边际改善：公司前期对美组件出货不畅给公司带来大量存货减值、滞港费用、市场份额丢失等方面的损失，在中美关系边际缓和、光伏贸易限制有望松动的趋势下，公司对美出货情况若能获得实质性改善，则有望有效提振后续盈利表现。

董事长增持体现管理层信心：同时，公司董事长钟宝申先生拟在 12 个月内通过上海证券交易所系统允许的方式增持公司股份，增持金额 1-1.5 亿元，不设定价格区间。本次增持体现了管理层对公司未来持续稳定发展的信心，以及对公司长期投资价值的认可，有望增强投资者信心。

盈利预测、估值与评级

根据公司三季报情况及我们对行业的最新判断，调整 2023-2025 年归母净利润分别为 146（-19%）、194（-20%）、244（-16%）亿元，对应 PE 估值为 13、10、8 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

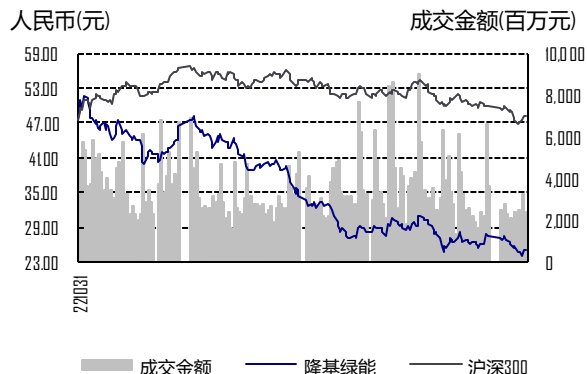
分析师：张嘉文（执业 S1130523090006）

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.16 元

相关报告：

- 1.《隆基绿能公司点评：组件出货高增长，新产品蓄势待发》，2023.8.31
- 2.《隆基绿能公司点评：站高望远，践行长期主义战略》，2023.4.28
- 3.《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	118,374	135,001	166,837
营业收入增长率	48.27%	59.39%	-8.24%	14.05%	23.58%
归母净利润(百万元)	9,086	14,812	14,645	19,395	24,411
归母净利润增长率	6.24%	63.02%	-1.13%	32.43%	25.87%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.95	1.93	2.56	3.22
每股经营性现金流净额	2.28	3.21	0.80	2.55	3.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.15%	23.83%	19.95%	21.81%	22.51%
P/E	51.35	21.63	13.02	9.83	7.81
P/B	9.83	5.16	2.60	2.14	1.76

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
主营业务收入	54,583	80,932	128,998	118,374	135,001	166,837
增长率	48.3%	59.4%	-8.2%	14.0%	23.6%	
主营业务成本	-41,146	-64,590	-109,164	-94,813	-102,704	-128,593
%销售收入	75.4%	79.8%	84.6%	80.1%	76.1%	77.1%
毛利	13,438	16,343	19,834	23,560	32,296	38,244
%销售收入	24.6%	20.2%	15.4%	19.9%	23.9%	22.9%
营业税金及附加	-282	-418	-656	-710	-810	-1,001
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,073	-1,790	-3,283	-1,776	-1,890	-2,169
%销售收入	2.0%	2.2%	2.5%	1.5%	1.4%	1.3%
管理费用	-1,466	-1,811	-2,933	-4,380	-4,860	-5,839
%销售收入	2.7%	2.2%	2.3%	3.7%	3.6%	3.5%
研发费用	-499	-854	-1,282	-2,131	-2,430	-3,003
%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	14,564	22,306	26,232
%销售收入	18.5%	14.2%	9.1%	12.3%	16.5%	15.7%
财务费用	-378	-906	1,841	1,222	-951	-591
%销售收入	0.7%	1.1%	-1.4%	-1.0%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-1,117	-1,289	-2,356	-3,499	-1,820	-1,458
公允价值变动收益	0	262	116	400	0	0
投资收益	1,078	800	4,931	3,700	1,868	2,784
%税前利润	10.9%	7.8%	30.1%	22.8%	8.7%	10.3%
营业利润	9,971	10,656	16,658	16,307	21,574	27,137
营业利润率	18.3%	13.2%	12.9%	13.8%	16.0%	16.3%
营业外收支	-59	-424	-253	-100	-100	-100
税前利润	9,912	10,232	16,405	16,207	21,474	27,037
利润率	18.2%	12.6%	12.7%	13.7%	15.9%	16.2%
所得税	-1,212	-1,159	-1,642	-1,622	-2,149	-2,706
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	14,585	19,325	24,331
少数股东损益	147	-12	-49	-60	-70	-80
归属于母公司的净利润	8,552	9,086	14,812	14,645	19,395	24,411
净利率	15.7%	11.2%	11.5%	12.4%	14.4%	14.6%

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	14,585	19,325	24,331
少数股东损益	147	-12	-49	-60	-70	-80
非现金支出	3,338	4,748	6,043	6,706	6,101	6,471
非经营收益	-751	-216	-5,541	-4,570	-1,112	-1,954
营运资金变动	-272	-1,283	9,105	-10,642	-4,962	-697
经营活动现金净流	11,015	12,323	24,370	6,078	19,351	28,151
资本开支	-4,800	-4,839	-4,728	-13,156	-11,230	-6,230
投资	-425	-2,670	-847	0	0	0
其他	54	369	524	3,700	1,868	2,784
投资活动现金净流	-5,171	-7,141	-5,051	-9,456	-9,362	-3,446
股权募资	136	137	98	-452	0	0
债权募资	4,923	-14	6,058	-1,129	0	3,345
其他	-2,249	-2,212	-1,856	-3,604	-4,505	-5,582
筹资活动现金净流	2,810	-2,088	4,300	-5,185	-4,505	-2,238
现金净流量	8,345	2,578	24,620	-8,562	5,485	22,468

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	45,020	49,929	71,978
应收账款	12,216	9,057	11,246	10,356	13,556	17,736
存货	11,452	14,098	19,318	14,697	17,558	21,984
其他流动资产	4,469	6,625	5,881	4,722	5,212	6,556
流动资产	55,101	58,952	90,817	74,796	86,255	118,254
%总资产	62.9%	60.3%	65.1%	55.8%	56.7%	63.8%
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	39,962	46,832	47,967
%总资产	30.7%	28.1%	21.9%	29.8%	30.8%	25.9%
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	59,147	65,970	67,061
%总资产	37.1%	39.7%	34.9%	44.2%	43.3%	36.2%
资产总计	87,635	97,735	139,556	133,943	152,225	185,315
短期借款	5,202	4,328	758	600	600	3,945
应付账款	30,756	28,385	41,292	33,043	34,399	41,279
其他流动负债	7,134	9,792	18,479	13,504	15,317	18,689
流动负债	43,092	42,504	60,529	47,148	50,316	63,913
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	10,424	10,093	10,137
负债	52,037	50,148	77,301	60,484	63,321	76,962
普通股股东权益	35,106	47,448	62,147	73,411	88,927	108,456
其中：股本	3,772	5,413	7,582	7,581	7,581	7,581
未分配利润	19,353	27,109	39,442	51,158	66,673	86,202
少数股东权益	492	139	108	48	-22	-102
负债股东权益合计	87,635	97,735	139,556	133,943	152,225	185,315

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.27	1.68	1.95	1.93	2.56	3.22
每股净资产	9.31	8.77	8.20	9.69	11.73	14.31
每股经营现金净流	2.92	2.28	3.21	0.80	2.55	3.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.39	0.51	0.64
回报率						
净资产收益率	24.36%	19.15%	23.83%	19.95%	21.81%	22.51%
总资产收益率	9.76%	9.30%	10.61%	10.93%	12.74%	13.17%
投入资本收益率	18.89%	18.65%	14.27%	15.68%	20.27%	19.38%
增长率						
主营业务收入增长率	65.92%	48.27%	59.39%	-8.24%	14.05%	23.58%
EBIT 增长率	50.45%	13.37%	1.83%	24.69%	53.16%	17.60%
净利润增长率	61.99%	6.24%	63.02%	-1.13%	32.43%	25.87%
总资产增长率	47.77%	11.53%	42.79%	-4.02%	13.65%	21.74%
资产管理能力						
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	105.1	108.1	87.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.76%	-48.72%	-70.82%	-47.50%	-44.77%	-54.00%
EBIT 利息保障倍数	26.7	12.7	-6.3	-11.9	23.5	44.4
资产负债率	59.38%	51.31%	55.39%	45.16%	41.60%	41.53%

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	2022-04-28	买入	61.30	120.00
2	2022-08-25	买入	52.68	85.00
3	2022-10-30	买入	49.25	N/A
4	2023-04-28	买入	35.97	N/A
5	2023-08-31	买入	26.85	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806