

# 隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 存货减值拖累 Q1 业绩，对美出货能力有望改善

### 业绩简评

2024年4月29日，公司发布年报及一季报，2023年实现营业收入1295.0亿元，同比增长0.4%，归母净利润107.5亿元，同比下降27.4%。1Q24实现收入176.7亿元，同比下降37.6%，归母净亏损23.5亿元。

### 经营分析

**亚太地区收入高增长，美国暂扣令致存货计提大额减值：**2023年硅片/组件出货125.42/67.52GW，分别同比增长47.45%/44.40%，其中亚太地区受益于中国市场爆发，收入逆势增长52.74%。2023年公司计提减值准备共70.25亿元，其中存货减值51.71亿元，主要是因为下半年产业链价格快速下跌，以及美国海关暂扣令导致部分客户取消订单、产品转销其他市场产生的跌价。

**Q1 价格竞争激烈致出货增速放缓，产业链降价导致毛利率下滑：**

Q1 硅片/组件出货26.74/12.89GW，分别同比增长12.26%/16.55%。由于公司在组件集采中采取相对保守的价格策略，导致组件出货增速受到影响。此外，一季度产业链价格持续下行，公司硅片、组件盈利能力出现明显下滑，毛利率14.67%，同比-3.24pct，环比-6.10pct。

**Q1 存货计提大额减值，有效释放风险轻装上阵：**Q1 产业链价格持续下跌，公司谨慎起见计提存货资产减值准备26.49亿元，致使Q1业绩出现净亏损。虽然近期硅料价格仍在下探，但考虑到目前价格下跌幅度有限、且公司已释放部分减值风险，预计公司在阶段性行业波动中有望轻装上阵。

**美国合资工厂投产，对美出货能力有望改善：**1Q24 公司在美国俄亥俄州5GW组件合资工厂正式投产，有望增强公司对高溢价市场的出货能力，改善组件盈利水平。

**HPBC 二代产品即将推出，有望为公司注入增长动力：**公司计划2024年下半年推出HPBC二代电池，预计新产品效率将比当前市场上主流TOPCon电池高5%，有望为公司持续高质量发展注入强劲动力。

### 盈利预测、估值与评级

根据年报及我们对行业的最新判断，下调24-25年归母净利润至44.5(-77%)、78.9(-68%)亿元，预计26年归母净利润为104.3亿元，对应PE估值为32、18、14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

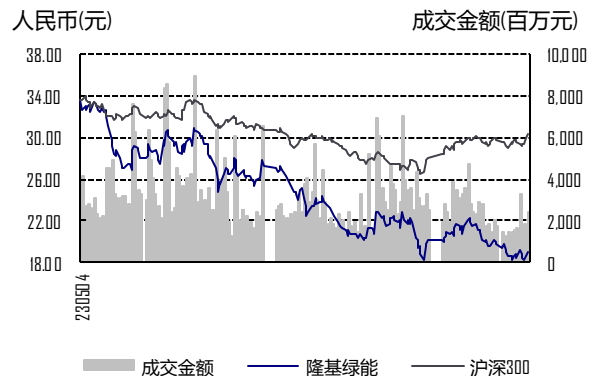
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.00元

### 相关报告：

- 《隆基绿能：减值、投资收益拖累短期业绩·董事长增持彰显长期发展...》，2023.10.31
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	128,998	129,498	98,838	119,148	141,097
营业收入增长率	59.39%	0.39%	-23.68%	20.55%	18.42%
归母净利润(百万元)	14,812	10,751	4,449	7,886	10,429
归母净利润增长率	63.02%	-27.41%	-58.62%	77.27%	32.24%
摊薄每股收益(元)	1.95	1.42	0.59	1.04	1.38
每股经营性现金流净额	3.21	1.07	0.77	2.35	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.83%	15.25%	6.05%	9.88%	11.83%
P/E	21.63	16.14	32.37	18.26	13.81
P/B	5.16	2.46	1.96	1.80	1.63

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>80,932</b>	<b>128,998</b>	<b>129,498</b>	<b>98,838</b>	<b>119,148</b>	<b>141,097</b>
增长率		59.4%	0.4%	-23.7%	20.5%	18.4%
主营业务成本	-64,590	-109,164	-105,852	-80,328	-95,492	-113,197
%销售收入	79.8%	84.6%	81.7%	81.3%	80.1%	80.2%
毛利	16,343	19,834	23,645	18,510	23,656	27,901
%销售收入	20.2%	15.4%	18.3%	18.7%	19.9%	19.8%
营业税金及附加	-418	-656	-741	-593	-715	-847
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,790	-3,283	-2,670	-2,965	-3,336	-3,951
%销售收入	2.2%	2.5%	2.1%	3.0%	2.8%	2.8%
管理费用	-1,811	-2,933	-4,915	-5,535	-6,196	-6,773
%销售收入	2.2%	2.3%	3.8%	5.6%	5.2%	4.8%
研发费用	-854	-1,282	-2,283	-2,372	-2,860	-3,386
%销售收入	1.1%	1.0%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	11,470	11,680	13,036	7,045	10,550	12,944
%销售收入	14.2%	9.1%	10.1%	7.1%	8.9%	9.2%
财务费用	-906	1,841	1,832	801	-829	-750
%销售收入	1.1%	-1.4%	-1.4%	-0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-1,289	-2,356	-7,083	-3,529	-1,608	-1,305
公允价值变动收益	262	116	-13	0	0	0
投资收益	800	4,931	3,476	-300	-300	-300
%税前利润	7.8%	30.1%	29.0%	n.a	n.a	n.a
营业利润	10,656	16,658	12,113	5,087	8,982	11,860
营业利润率	13.2%	12.9%	9.4%	5.1%	7.5%	8.4%
营业外收支	-424	-253	-124	-100	-100	-100
税前利润	10,232	16,405	11,989	4,987	8,882	11,760
利润率	12.6%	12.7%	9.3%	5.0%	7.5%	8.3%
所得税	-1,159	-1,642	-1,303	-598	-1,066	-1,411
所得税率	11.3%	10.0%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	9,074	14,763	10,687	4,389	7,816	10,349
少数股东损益	-12	-49	-65	-60	-70	-80
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>9,086</b>	<b>14,812</b>	<b>10,751</b>	<b>4,449</b>	<b>7,886</b>	<b>10,429</b>
净利率	11.2%	11.5%	8.3%	4.5%	6.6%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	9,074	14,763	10,687	4,389	7,816	10,349
少数股东损益	-12	-49	-65	-60	-70	-80
非现金支出	4,748	6,043	12,062	8,018	7,166	7,589
非经营收益	-216	-5,541	-3,315	-6	1,359	1,391
营运资金变动	-1,283	9,105	-11,317	-6,599	1,429	3,099
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,323</b>	<b>24,370</b>	<b>8,117</b>	<b>5,802</b>	<b>17,771</b>	<b>22,429</b>
资本开支	-4,839	-4,728	-9,188	-13,670	-11,230	-6,230
投资	-2,670	-847	-1,254	0	0	0
其他	369	524	4,806	-300	-300	-300
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7,141</b>	<b>-5,051</b>	<b>-5,636</b>	<b>-13,970</b>	<b>-11,530</b>	<b>-6,530</b>
股权募资	137	98	55	-548	0	0
债权募资	-14	6,058	3,254	-1,883	1,276	5,206
其他	-2,212	-1,856	-2,994	-1,889	-2,506	-3,047
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,088</b>	<b>4,300</b>	<b>315</b>	<b>-4,320</b>	<b>-1,230</b>	<b>2,159</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,578</b>	<b>24,620</b>	<b>3,319</b>	<b>-12,488</b>	<b>5,011</b>	<b>18,057</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	29,172	54,372	57,001	43,021	46,947	64,214
应收款项	9,057	11,246	12,253	8,716	11,966	15,169
存货	14,098	19,318	21,540	13,205	16,116	18,856
其他流动资产	6,625	5,881	9,067	3,826	4,586	5,491
流动资产	58,952	90,817	99,861	68,768	79,614	103,731
%总资产	60.3%	65.1%	60.9%	48.4%	50.3%	56.9%
长期投资	4,552	10,093	9,520	9,520	9,520	9,520
固定资产	27,437	30,515	43,337	51,618	57,320	57,287
%总资产	28.1%	21.9%	26.4%	36.3%	36.2%	31.4%
无形资产	1,793	1,885	3,050	3,112	3,172	3,229
非流动资产	38,783	48,739	64,109	73,247	78,793	78,613
%总资产	39.7%	34.9%	39.1%	51.6%	49.7%	43.1%
<b>资产总计</b>	<b>97,735</b>	<b>139,556</b>	<b>163,969</b>	<b>142,015</b>	<b>158,407</b>	<b>182,344</b>
短期借款	4,328	758	1,502	600	1,876	7,082
应付款项	28,385	41,292	55,323	37,181	44,149	52,280
其他流动负债	9,792	18,479	14,736	12,981	15,654	18,434
流动负债	42,504	60,529	71,560	50,762	61,679	77,796
长期贷款	1,661	2,912	5,274	5,274	5,274	5,274
其他长期负债	5,982	13,860	16,423	12,316	11,551	11,108
其他	50,148	77,301	93,257	68,352	78,505	94,178
<b>普通股股东权益</b>	<b>47,448</b>	<b>62,147</b>	<b>70,492</b>	<b>73,503</b>	<b>79,813</b>	<b>88,156</b>
其中：股本	5,413	7,582	7,578	7,578	7,578	7,578
未分配利润	27,109	39,442	45,958	49,517	55,826	64,170
少数股东权益	139	108	220	160	90	10
<b>负债股东权益合计</b>	<b>97,735</b>	<b>139,556</b>	<b>163,969</b>	<b>142,015</b>	<b>158,407</b>	<b>182,344</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.68	1.95	1.42	0.59	1.04	1.38
每股净资产	8.77	8.20	9.30	9.70	10.53	11.63
每股经营现金净流	2.28	3.21	1.07	0.77	2.35	2.96
每股股利	0.26	0.40	0.17	0.12	0.21	0.28
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.15%	23.83%	15.25%	6.05%	9.88%	11.83%
总资产收益率	9.30%	10.61%	6.56%	3.13%	4.98%	5.72%
投入资本收益率	18.65%	14.27%	13.56%	7.18%	9.89%	10.61%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	48.27%	59.39%	0.39%	-23.68%	20.55%	18.42%
EBIT增长率	13.37%	1.83%	11.61%	-45.96%	49.76%	22.70%
净利润增长率	6.24%	63.02%	-27.41%	-58.62%	77.27%	32.24%
总资产增长率	11.53%	42.79%	17.49%	-13.39%	11.54%	15.11%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	34.1	24.0	28.1	28.0	33.0	35.0
存货周转天数	72.2	55.9	70.4	75.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	60.4	39.7	59.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	112.2	71.2	104.5	165.6	151.8	125.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-48.72%	-70.82%	-61.45%	-41.23%	-41.33%	-51.14%
EBIT利息保障倍数	12.7	-6.3	-7.1	-8.8	12.7	17.3
资产负债率	51.31%	55.39%	56.87%	48.13%	49.56%	51.65%

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
买入	1	6	14	20	57
增持	0	2	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.30	1.31	1.00

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	2022-08-25	买入	52.68	85.00
2	2022-10-30	买入	49.25	N/A
3	2023-04-28	买入	35.97	N/A
4	2023-08-31	买入	26.85	N/A
5	2023-10-31	买入	25.16	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806