



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：18.62

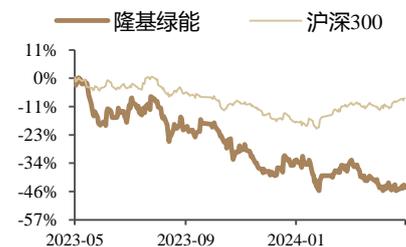
证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.87	-13.52	-7.87
相对涨幅(%)	-7.48	-16.94	-16.82

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《隆基绿能(601012.SH)：出货增长稳健，技术革新多线并进》，2023.11.23

隆基绿能(601012.SH)业绩点评：减值拖累盈利，财务状况稳健穿越行业周期，HPBC 电池技术实现差异化竞争

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报。**4月29日，公司发布 2023 年年报，实现营业收入 1,294.98 亿元，同比增长 0.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 107.51 亿元，同比减少 27.41%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 108.34 亿元，同比减少 24.84%。同时，公司发布 2024 年一季报，一季度实现营业收入 176.74 亿元，同比减少 37.59%；实现归属于上市公司股东的净利润-23.50 亿元，同比减少 164.61%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-24.19 亿元，同比减少 167.37%。
- 严控财务风险，坚持稳健经营可持续发展。**面对技术迭代加速、产能飞增、价格持续下跌等行业激烈竞争环境，公司坚持稳健经营，坚持“不领先、不扩产”的投资原则，以及理性可持续的价格策略，控制经营风险。截至 2023 年末，公司资产负债率 56.87%，有息负债率 11.62%，现金储备充足，在价格下行的行业经营波动期，保持了稳健的财务状况和卓越的抗风险能力。
- 硅片与组件出货快速增长，盈利受到库存减值因素拖累。**2023 年，公司硅片及组件出货量持续高速增长，实现硅片出货 125.42GW，同比增长 47.45%，其中对外销售 53.79GW，同比增长 26.50%，连续九年保持单晶硅片全球出货量第一。硅片与硅棒业务实现收入 245.19 亿元，同比减少 35.81%，毛利率同比减少 1.74pcts 至 15.88%；组件出货 67.52GW，同比增长 44.40%，其中对外销售 66.44GW，同比增长 44.17%。电池对外销售 5.90GW。电池及组件业务实现收入 991.99 亿元，同比增长 16.91%，毛利率同比增长 4.73pcts 至 18.38%。2024 年第一季度，公司实现硅片出货量 26.74GW(对外销售 12.43GW)，同比增长 12.26%；电池对外销售 1.51GW；组件出货量 12.89GW(对外销售 12.84GW)，同比增长 16.55%。公司 HPBC 产品出货 4.75GW，保持持续增长势头，助力分布式业务量大幅提升。受产品价格下降与技术迭代影响，2023 年公司计提存货和固定资产跌价准备 67.57 亿元，其中计提存货跌价准备 51.71 亿元(含因美国政策影响，部分产品长期滞港导致新增存货跌价准备约 13.5 亿元)。2024 年第一季度，公司计提存货资产减值准备 26.49 亿元，计提固定资产减值准备 1.52 亿元。
- HPBC 电池技术持续突破，规模化出货获得客户认可。**公司自主研发的 HPBC 技术经过 2023 年上半年艰苦的调试攻关，在 2023 年四季度量产提效和降本攻关均实现突破。Hi-MO X6 组件最高转换效率 23.3%，正面无栅线的设计增加了 2.27% 的光线吸收，弱光下相对发电增益高达 2.01%，温度系数优化至 -0.29%/°C，低衰减特性保障 25 年后依然拥有 88.9% 的发电效率。这款产品以优异的产品性能和完美外观获得全球客户广泛认可，目前已稳定实现月超 2GW 的规模化出货。目前，公司已成功研发 HPBC 二代产品，凭借突出的高转换效率、低衰减率，以及更好的弱光性能和温度系数，可实现组件功率比同规格 TOPCon 组件高 5% 以上，提升电站全生命周期发电量 6.5%~8%，新产品计划 2024 年下半年推出，将为公司穿越行业周期，持续高质量发展带来强劲动力。
- 持续完善全球产能布局，积极应对海外市场贸易政策变化。**公司积极拓展海外产

能布局, 马来西亚 2.8GW 组件、越南 3.35GW 电池等项目按期逐步投产, 马来西亚 6.6GW 硅棒项目建设有序推进。此外, 公司积极应对海外市场贸易政策, 与产业链上下游紧密合作推动绿色、可追溯供应链体系建设, 强化海外高价值市场供应链稳定性, 随着 2024 年一季度公司在美国俄亥俄州的 5GW 组件合资工厂正式投产, 公司在美国市场出货能力将得到提升。

- 积极拓展氢能业务, 技术与产能规模行业领先。**2023 年, 隆基氢能发布了 ALK Hi1 系列新品, 产品制氢直流电耗降至 4.0kwh/Nm³, 处于行业领先水平。推出了业内首家单槽 3000Nm³/h 碱性电解槽, 为行业单槽规模最大, 能够有效降低初始投资成本; 发布了绿电+绿氢系统解决方案, 助力我国首个万吨级绿氢示范项目, 并在石油炼化、合成氨、氢冶金等多个领域进行了业务拓展。2023 年, 隆基氢能营业额突破亿元, 成为国内碱性电解槽中标规模最大的厂商, 截至报告期末已建成 2.5GW 产能, 位居行业首位。
- 投资建议。**在当前股本下, 结合公司盈利能力及行业供需情况, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 40.69/70.78/90.40 亿元, 对应 PE 为 34.68X/19.94X/15.61X, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 技术更迭风险, 原材料价格波动风险, 境外经营风险, 行业竞争加剧风险, 需求不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	7,578.04						
流通 A 股(百万股):	7,578.04	营业收入(百万元)	128,998	129,498	100,768	122,334	146,802
52 周内股价区间(元):	18.17-33.37	(+/-)YOY(%)	60.0%	0.4%	-22.2%	21.4%	20.0%
总市值(百万元):	141,103.19	净利润(百万元)	14,812	10,751	4,069	7,078	9,040
总资产(百万元):	168,287.63	(+/-)YOY(%)	63.0%	-27.4%	-62.2%	74.0%	27.7%
每股净资产(元):	8.99	全面摊薄 EPS(元)	1.95	1.42	0.54	0.93	1.19
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.4%	18.3%	12.4%	12.3%	12.6%
		净资产收益率(%)	23.8%	15.3%	5.5%	8.7%	10.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.42	0.54	0.93	1.19
每股净资产	9.30	9.84	10.77	11.87
每股经营现金流	1.07	0.77	2.20	2.54
每股股利	0.17	0.10	0.10	0.10
价值评估(倍)				
P/E	16.13	34.68	19.94	15.61
P/B	2.46	1.89	1.73	1.57
P/S	1.09	1.40	1.15	0.96
EV/EBITDA	9.88	16.58	9.72	7.05
股息率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.3%	12.4%	12.3%	12.6%
净利润率	8.3%	4.0%	5.8%	6.1%
净资产收益率	15.3%	5.5%	8.7%	10.1%
资产回报率	6.6%	2.6%	4.0%	4.6%
投资回报率	8.7%	2.4%	5.3%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.4%	-22.2%	21.4%	20.0%
EBIT 增长率	-19.2%	-71.4%	139.1%	33.9%
净利润增长率	-27.4%	-62.2%	74.0%	27.7%
偿债能力指标				
资产负债率	56.9%	52.0%	53.5%	54.6%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.8	0.9	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.7	34.4	27.3	27.4
存货周转天数	69.5	74.0	56.0	58.3
总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	4.2	2.6	3.0	3.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,751	4,069	7,078	9,040
少数股东损益	-65	-20	-35	-45
非现金支出	12,062	8,060	4,950	5,120
非经营收益	-3,315	-229	266	187
营运资金变动	-11,317	-6,037	4,436	4,979
经营活动现金流	8,117	5,842	16,695	19,281
资产	-9,188	-10,362	-8,369	-6,376
投资	-1,254	10	10	10
其他	4,806	278	289	387
投资活动现金流	-5,636	-10,074	-8,069	-5,979
债权募资	3,254	239	800	800
股权募资	55	-15	0	0
其他	-2,994	-634	-587	-1,356
融资活动现金流	315	-411	213	-556
现金净流量	3,319	-4,633	8,839	12,746

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	129,498	100,768	122,334	146,802
营业成本	105,852	88,289	107,310	128,245
毛利率%	18.3%	12.4%	12.3%	12.6%
营业税金及附加	741	524	636	763
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	2,670	1,713	2,569	3,230
营业费用率%	2.1%	1.7%	2.1%	2.2%
管理费用	4,915	2,721	4,037	4,551
管理费用率%	3.8%	2.7%	3.3%	3.1%
研发费用	2,283	1,512	1,835	2,202
研发费用率%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	8,744	2,503	5,984	8,012
财务费用	-1,832	-2,020	-1,884	-2,038
财务费用率%	-1.4%	-2.0%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-7,025	-4,000	-600	-600
投资收益	3,476	403	489	587
营业利润	12,113	4,655	8,001	10,182
营业外收支	-124	-132	-132	-132
利润总额	11,989	4,523	7,869	10,050
EBITDA	13,722	6,513	10,284	12,482
所得税	1,303	475	826	1,055
有效所得税率%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%
少数股东损益	-65	-20	-35	-45
归属母公司所有者净利润	10,751	4,069	7,078	9,040

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	57,001	52,368	61,207	73,953
应收账款及应收票据	11,152	8,628	10,435	12,492
存货	21,540	14,766	18,636	22,896
其它流动资产	10,168	9,986	12,034	14,206
流动资产合计	99,861	85,747	102,312	123,547
长期股权投资	9,293	9,293	9,293	9,293
固定资产	37,059	40,469	41,789	40,939
在建工程	6,279	7,279	8,279	9,279
无形资产	1,041	1,171	1,301	1,431
非流动资产合计	64,109	70,062	73,552	74,872
资产总计	163,969	155,809	175,864	198,419
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	41,089	34,271	41,654	49,781
预收账款	18	14	17	20
其它流动负债	30,454	25,050	29,876	35,264
流动负债合计	71,560	59,335	71,547	85,065
长期借款	5,274	4,274	3,874	3,474
其它长期负债	16,423	17,446	18,646	19,846
非流动负债合计	21,697	21,720	22,520	23,320
负债总计	93,257	81,055	94,067	108,385
实收资本	7,578	7,578	7,578	7,578
普通股股东权益	70,492	74,555	81,632	89,915
少数股东权益	220	199	164	119
负债和所有者权益合计	163,969	155,809	175,864	198,419

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。