

隆基绿能 (601012)

价格波动出货收缩, 整体盈利承压

买入 (维持)

2024年05月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	128998	129498	107954	103173	114937
同比 (%)	60.03	0.39	(16.64)	(4.43)	11.40
归母净利润 (百万元)	14812	10751	3470	6015	8546
同比 (%)	63.02	(27.41)	(67.72)	73.33	42.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.95	1.42	0.46	0.79	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	9.68	13.34	41.31	23.83	16.78

投资要点

- **一体化组件龙头, 打造差异化竞争优势。**公司立足光伏行业 20 余年, 聚焦科技创新, 稳健经营, 形成一体化和全球化产能布局, 着力 BC 技术升级迭代, 打造差异化竞争优势。2023 年营收 1294.98 亿, 同增 0.39%; 归母净利润 107.51 亿, 同降 27.4%; 扣非归母净利润 108.34 亿, 同降 24.84%。
- **价格波动出货收缩, 整体盈利承压。**2023 年公司硅片出货 125.42GW (外销 53.79GW), 同比增长 47.45%, 连续九年单晶硅片全球出货量第一; 电池对外销售 5.90GW; 组件出货 67.52GW (外销 66.44GW), 同比增长 44.40%。HPBC 出货 5.95GW; 受 2023H2 产业降价影响, HPBC 盈利随现货波动、暂不及 PERC。2024Q1 硅片出货 26.74GW(外销 12.43GW), 同增 12.26%, 盈利亏损; 电池外销 1.51GW; 组件出货 12.89GW(外销 12.84GW, HPBC 出货 4.75GW), 同增 16.55%。2024Q1 因行业价格下行、计提存货减值 26.49 亿及固定资产减值 1.52 亿。行业低价竞标态势下公司采取相对保守的价格策略, 造成出货收缩。
- **全球化产能布局, 新技术积极储备。**截至 2023 年末公司硅片/电池/组件产能 170/80/120GW, 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。新技术上: 新开发泰睿硅片采用全新 TRCz 拉晶工艺, 大幅提高硅片电阻率均匀性, 公司预计 2024Q2 导入量产; 公司创造背接触晶硅异质结太阳能电池 (HBC) 效率 27.09% 和晶硅-钙钛矿叠层电池效率 33.9% 双料冠军记录, 同时开发 HPBC 二代 (功率高 TPC5% 以上) 推出产品。氢能方面, 发布 ALK Hi1 系列新品, 制氢直流电耗降至 4.0kwh/Nm³, 并推出业内首家单槽 3000Nm³/h 碱性电解槽。
- **在手现金充足, 经营性现金承压。**2023 年期间费用同增 42% 至 80.36 亿, 期间费用率上升 2.71pct 至 6.21%, 主要系经营规模扩大、员工人数增加导致管理费用上升。23 年经营现金净流入 81.17 亿, 同降 66.69%; 2024Q1 经营性现金流出 48.89 亿, 环增 36 亿, 竞争加剧, 经营性现金有所承压。
- **盈利预测与投资评级:**基于行业竞争加剧, 全产业链盈利承压, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 35/60/85 亿元 (24-25 年前值为 130/151 亿元), 同比 -68%/73%/42%, 对应当前 PE 41/24/17 倍, 考虑到公司行业龙头地位, 并且新技术储备充足, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:**政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.76
一年最低/最高价	17.60/31.74
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	142,163.98
总市值(百万元)	142,164.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.92
资产负债率(% ,LF)	59.38
总股本(百万股)	7,578.04
流通 A 股(百万股)	7,578.04

相关研究

- 《隆基绿能(601012): 2023 年三季度报点评: 出货稳健增长, BC 路线差异化凸显》
2023-10-31
- 《隆基绿能(601012): 2023 年中报点评: 硅片盈利环比提升, 加码新技术布局》
2023-08-31

内容目录

1. 一体化组件龙头，打造差异化竞争优势	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 一体化组件龙头，BC 技术打造差异化优势	4
1.3. 公司 2023 年营收 1295 亿元，同比+0.4%	4
2. 价格波动出货收缩，整体盈利承压	6
3. 全球化产能布局，新技术积极储备	6
4. 在手现金充足，经营性现金承压	6
5. 盈利预测与投资评级	6
6. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2023 年收入 1294.98 亿元, 同比+0.39% (亿元, %)	5
图 2: 2023 年归母净利润 107.51 亿元, 同比-27.41% (亿元, %)	5
图 3: 2023 年期间费用 80.36 亿元, 同比+42.07% (亿元, %)	5
图 4: 2023Q4 现金净流出-12.66 亿元, 同比-132.73% (亿元, %)	5

1. 一体化组件龙头，打造差异化竞争优势

1.1. 公司发展历程

2000年2月14日，公司的前身西安新盟电子科技有限公司成立，以半导体材料、半导体设备的开发、制造、销售为主要业务。2006年12月，全资控股子公司宁夏隆基硅材料有限公司成立，致力于单晶硅棒的研发和制造，是西安隆基重要的研发和制造基地。2008年7月，公司名称变更为西安隆基硅材料股份有限公司。成立西安通鑫半导体辅料有限公司，主要从事太阳能半导体生产所需化学物料的研发生产。2018年12月，隆基股份总裁李振国在第24届联合国气候变化大会上发布了以光伏发电驱动光伏产品制造的“Solar for Solar”理念，引发全球关注。

1.2. 一体化组件龙头，BC技术打造差异化优势

公司致力于成为全球最具价值的太阳能科技公司，以“善用太阳光芒，创造绿能世界”为使命，秉承“稳健可靠、科技引领”的品牌定位，聚焦科技创新，构建单晶硅片、电池组件、工商业分布式解决方案、绿色能源解决方案、氢能装备五大业务板块，形成支撑全球零碳发展的“绿电”+“绿氢”产品和解决方案。

2023年，一方面光伏市场高速增长，另一方面行业阶段性供需失衡、产业链价格持续下行、新技术迭代、海外贸易壁垒凸显，面对复杂的外部经营环境，公司坚持科技引领、稳健经营，聚焦高质量可持续发展，控制产能建设进度，着力布局BC技术升级迭代，基于HPBC技术优势形成了丰富的全场景产品矩阵，完成具备量产条件的高效HPBC二代产品研发，蓄力下一代产业技术变革。公司智能化、数字化制造能力处于全球领先水平。公司以客户为中心，全面深化营销变革，探索公司产品与多场景客户需求的深度融合，可持续的差异化竞争优势凸显。公司经营能力和品牌实力受到光伏行业、金融机构、第三方机构的广泛认可，多次蝉联PV ModuleTech权威认可的可融资性最高评级。

报告期内，公司贯彻产品领先战略，聚焦构建长期可持续发展能力和技术优势，加快领先技术开发和产品升级迭代，自主研发的HPBC技术经过上半年艰苦的调试攻关，在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%/℃，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。

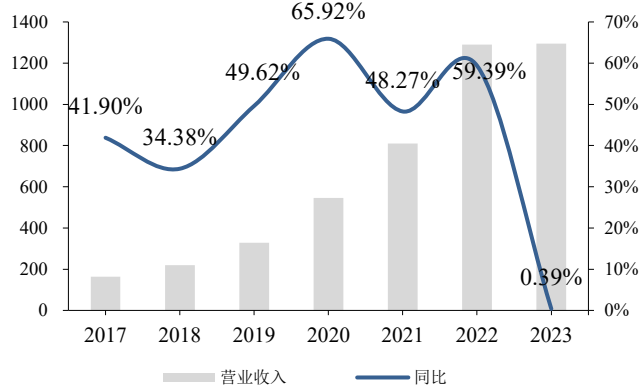
1.3. 公司2023年营收1295亿元，同比+0.4%

公司发布2023年年报，报告期内实现营业收入1294.98亿元，同比增长0.39%；实现利润总额119.89亿元，同比下降26.92%；实现归属母公司净利润107.51亿元，同比

下降 27.41%。其中 2023Q4，实现营业收入 353.98 亿元，同比下降 15.65%，环比增长 20.20%；实现归属母公司净利润-9.42 亿元，同比下降 124.57%，环比下降 137.46%。2023 年毛利率为 18.26%，同比上升 2.88pct，2023Q4 毛利率 14.67%，同比上升 0.81pct，环比下降 6.10pct；2023 年归母净利率为 8.30%，同比下降 3.18pct，2023Q4 归母净利率 2.66%，同比下降 11.80pct，环比下降 11.20pct。

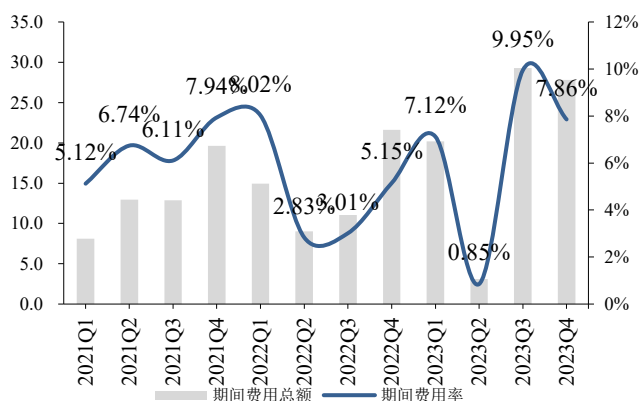
公司 2023 年费用同比增长 42.07%至 80.36 亿元，期间费用率上升 2.71 个百分点至 6.21%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 18.67%、上升 70.79%、上升 78.08%、上升 0.49%至 26.7 亿元、49.15 亿元、22.83 亿元、-18.32 亿元；费用率分别下降 0.48、上升 1.52、上升 0.77、上升 0.01 个百分点至 2.06%、3.80%、1.76%、-1.41%。2023Q4，销售、管理、研发、财务费用分别同比+10.97%/+23.94%/+33.00%/-15.83%，费用率分别为 3.86%/3.41%/1.89%/-1.30%。

图1：2023 年收入 1294.98 亿元，同比+0.39%(亿元，%)



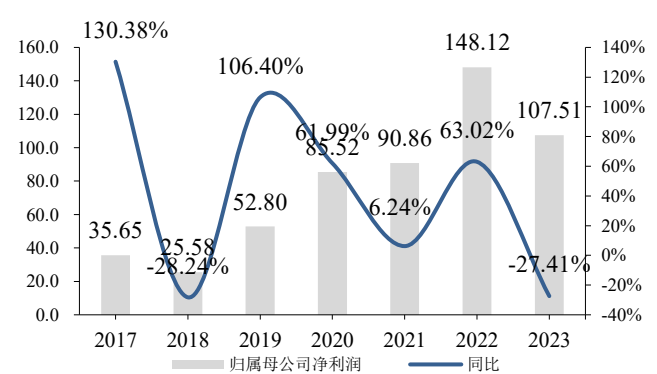
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：2023 年期间费用 80.36 亿元，同比+42.07% (亿元，%)



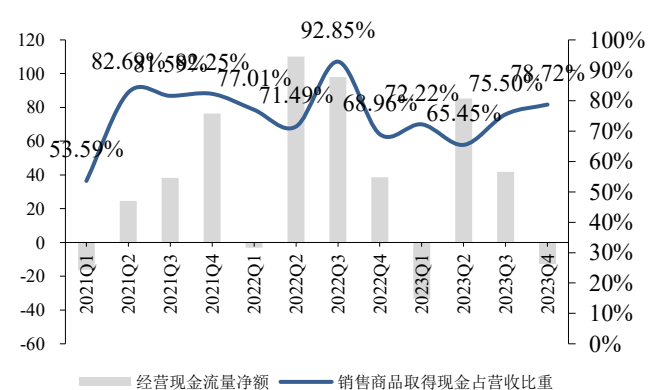
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：2023 年归母净利润 107.51 亿元，同比-27.41%(亿元，%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：2023Q4 现金净流出-12.66 亿元，同比-132.73%(亿元，%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 价格波动出货收缩，整体盈利承压

2023年公司硅片出货125.42GW(外销53.79GW)，同比增长47.45%，连续九年单晶硅片全球出货量第一；电池对外销售5.90GW；组件出货67.52GW(外销66.44GW)，同比增长44.40%。HPBC出货5.95GW；受2023H2产业降价影响，HPBC盈利随现货波动、暂不及PERC。2024Q1硅片出货26.74GW(外销12.43GW)，同增12.26%，盈利亏损；电池外销1.51GW；组件出货12.89GW(外销12.84GW，HPBC出货4.75GW)，同增16.55%。2024Q1因行业价格下行，计提存货减值26.49亿及固定资产减值1.52亿。行业低价竞标态势下公司采取相对保守的价格策略，造成出货收缩。

3. 全球化产能布局，新技术积极储备

截至2023年末公司硅片/电池/组件产能170/80/120GW，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。新技术上：新开发泰睿硅片采用全新TRCz拉晶工艺，大幅提高硅片电阻率均匀性，公司预计2024Q2导入量产；公司创造背接触晶硅异质结太阳能电池(HBC)效率27.09%和晶硅-钙钛矿叠层电池效率33.9%双料冠军记录，同时开发HPBC二代(功率高TPC5%以上)推出产品。氢能方面，发布ALK Hi1系列新品，制氢直流电耗降至4.0kwh/Nm³，并推出业内首家单槽3000Nm³/h碱性电解槽。

4. 在手现金充足，经营性现金承压

2023年期间费用同增42%至80.36亿，期间费用率上升2.71pct至6.21%，主要系经营规模扩大、员工人数增加导致管理费用上升。23年经营现金净流入81.17亿，同降66.69%；2024Q1经营性现金流出48.89亿，环增36亿，竞争加剧，经营性现金有所承压。

5. 盈利预测与投资评级

基于行业竞争加剧，全产业链盈利承压，我们下调公司2024-2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润35/60/85亿元(24-25年前值为130/151亿元)，同比-68%/73%/42%，对应当前PE 41/24/17倍，考虑到公司行业龙头地位，并且新技术储备充足，我们维持“买入”评级。

6. 风险提示

- (1) 政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。
- (2) 竞争加剧。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。

隆基绿能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	99,861	105,420	94,123	105,072	营业总收入	129,498	107,954	103,173	114,937
货币资金及交易性金融资产	57,032	53,047	45,039	48,859	营业成本(含金融类)	105,852	93,447	89,502	98,527
经营性应收款项	14,902	21,518	20,433	22,777	税金及附加	741	540	516	575
存货	21,540	24,138	21,902	26,172	销售费用	2,670	2,807	2,218	2,471
合同资产	1,998	1,792	1,652	1,874	管理费用	4,915	3,347	2,889	2,873
其他流动资产	4,389	4,925	5,096	5,389	研发费用	2,283	1,511	1,238	1,034
非流动资产	64,109	72,482	81,032	87,953	财务费用	(1,832)	334	498	471
长期股权投资	9,293	12,293	13,590	15,739	加:其他收益	937	1,187	1,032	1,149
固定资产及使用权资产	41,684	45,355	51,358	54,738	投资净收益	3,476	756	722	805
在建工程	6,279	7,730	8,659	9,767	公允价值变动	(13)	0	0	0
无形资产	1,041	1,338	1,724	2,066	减值损失	(7,083)	(3,773)	(1,214)	(1,179)
商誉	165	160	151	145	资产处置收益	(71)	0	0	0
长期待摊费用	1,844	1,844	1,844	1,844	营业利润	12,113	4,138	6,853	9,760
其他非流动资产	3,803	3,762	3,705	3,655	营业外净收支	(124)	(87)	4	3
资产总计	163,969	177,902	175,155	193,025	利润总额	11,989	4,051	6,857	9,764
流动负债	71,560	76,696	67,777	76,860	减:所得税	1,303	466	686	976
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,502	4,502	3,200	3,031	净利润	10,687	3,585	6,171	8,787
经营性应付款项	41,106	45,612	39,214	45,630	减:少数股东损益	(65)	115	156	241
合同负债	10,466	11,214	9,795	11,303	归属母公司净利润	10,751	3,470	6,015	8,546
其他流动负债	18,486	15,368	15,568	16,897	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	0.46	0.79	1.13
非流动负债	21,697	25,816	25,816	25,816	EBIT	8,744	6,302	6,811	9,456
长期借款	5,274	6,706	6,706	6,706	EBITDA	13,722	11,904	14,314	17,549
应付债券	6,804	6,804	6,804	6,804	毛利率(%)	18.26	13.44	13.25	14.28
租赁负债	5,456	8,143	8,143	8,143	归母净利率(%)	8.30	3.21	5.83	7.44
其他非流动负债	4,162	4,162	4,162	4,162	收入增长率(%)	0.39	(16.64)	(4.43)	11.40
负债合计	93,257	102,512	93,593	102,676	归母净利润增长率(%)	(27.41)	(67.72)	73.33	42.08
归属母公司股东权益	70,492	75,056	81,072	89,618					
少数股东权益	220	334	490	731					
所有者权益合计	70,712	75,391	81,562	90,349					
负债和股东权益	163,969	177,902	175,155	193,025					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,117	2,881	10,785	20,191	每股净资产(元)	9.23	8.14	8.79	9.72
投资活动现金流	(5,636)	(14,106)	(16,376)	(15,130)	最新发行在外股份(百万股)	7,578	7,578	7,578	7,578
筹资活动现金流	315	7,241	(2,417)	(1,241)	ROIC(%)	9.44	5.83	5.89	7.69
现金净增加额	3,319	(3,985)	(8,009)	3,820	ROE-摊薄(%)	15.25	4.62	7.42	9.54
折旧和摊销	4,979	5,602	7,503	8,093	资产负债率(%)	56.87	57.62	53.43	53.19
资本开支	(9,188)	(11,896)	(15,856)	(13,831)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.34	41.31	23.83	16.78
营运资本变动	(11,317)	(10,383)	(4,493)	1,869	P/B(现价)	2.05	2.32	2.15	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>