

新能源与电力设备组

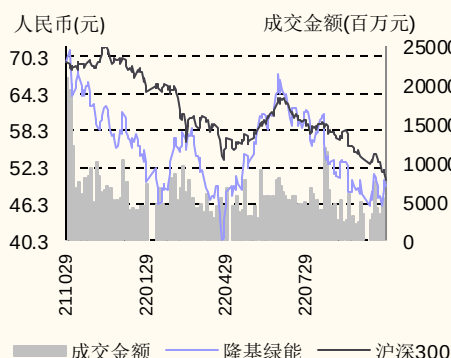
隆基绿能 (601012.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.25 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	75.82
已上市流通 A 股(亿股)	75.78
总市值(亿元)	3,733.97
年内股价最高最低(元)	71.34/40.30
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



合同负债大增，期待差异化新品驱动量利齐升

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	54,583	80,932	128,572	153,366	185,138
营业收入增长率	65.92%	48.27%	58.86%	19.28%	20.72%
归母净利润(百万元)	8,552	9,086	16,084	21,570	27,115
归母净利润增长率	61.99%	6.24%	77.02%	34.11%	25.70%
摊薄每股收益(元)	2.27	1.68	2.12	2.85	3.58
每股经营性现金流净额	2.92	2.28	3.75	3.51	4.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.36%	19.15%	28.74%	31.26%	31.80%
P/E	40.66	51.35	23.22	17.31	13.77
P/B	9.91	9.83	6.67	5.41	4.38

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 28 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 870.35 亿元，同比增长 55%，归母净利润 109.76 亿元，同比增长 45%；其中 Q3 实现营业收入 366.18 亿元，同比增长 73%，环比增长 15%，归母净利润 44.95 亿元，同比增长 75%，环比增长 18%，符合预期。
- 同时，公司公告拟发行对应不超过 6.06 亿股（总股本 8%）A 股的 GDR，并申请在瑞士证券交易所上市。

经营分析

- **硅片、组件出货环比持续增长。**Q3 公司硅片出货 23GW，环比增长 8%，外售约 10GW，环比下降 14.5%，主要是因为组件自用比例提升，前三季度累计出货约 63GW；组件出货约 13GW，环比增长约 14%，前三季度累计出货约 31GW。测算三季度硅料投资收益贡献约 13 亿元；组件受益于汇兑收益贡献（单三季度财务费用-8.43 亿元），单瓦盈利约 0.14 元/W。
- **合同负债大幅增长，后续组件出货高增长可期，盈利质量保持高水准。**截至 9 月底，公司合同负债达 216 亿元，环比增加 87 亿元，预计主要由组件预付款增加贡献，预示后续集中式电站市场放量、以及公司差异化新产品推出后组件出货量高增可期。公司 Q3 经营现金净流入高达 98 亿元，期末货币资金达到 520 亿元，盈利质量一如既往保持高水准，为未来新技术研发、产能快速扩张和新业务拓展储备了充足资金。
- **HPBC 新项目投产、新品面世在即，差异化路线有望增厚组件盈利。**公司近期新电池技术方面进展明显加速，9 月底西咸新区 15GW HPBC 电池项目顺利投产，并计划在 11 月 2 日举行全球新品发布会，预计届时公司将展出 HPBC 实物产品和具体参数，有望加快新品订单的落地。公司长期高强度研发投入在 N/P 型 TOPCon/HJT 领域，积累了扎实的技术储备，独创的 HPBC 电池技术有望助力公司在分布式市场实现差异化竞争，进而取得市场份额及组件综合盈利能力的显著提升。根据规划，预计西咸、泰州合计 30GW HPBC 新产能将在 2023 年上半年全面达产，2023 年公司 HPBC 组件产品出货量有望达到 20-25GW。

盈利调整与投资建议

- 微调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 160.84、215.70、271.15 亿元，对应 EPS 分别为 2.12、2.85、3.58 元，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。

相关报告

- 1.《陈年出佳酿，卧隆待觉醒-隆基绿能 2022 半年报点评》，2022.8.25
- 2.《快车道上高速领跑，待差异化新技术厚积薄发-隆基股份 2021 年...》，2022.4.28

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文 联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	32,897	54,583	80,932	128,572	153,366	185,138
增长率		65.9%	48.3%	58.9%	19.3%	20.7%
主营业务成本	-23,389	-41,146	-64,590	-106,101	-120,774	-143,819
%销售收入	71.1%	75.4%	79.8%	82.5%	78.7%	77.7%
毛利	9,508	13,438	16,343	22,471	32,592	41,319
%销售收入	28.9%	24.6%	20.2%	17.5%	21.3%	22.3%
营业税金及附加	-178	-282	-418	-643	-767	-926
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,330	-1,073	-1,790	-3,086	-3,527	-4,073
%销售收入	4.0%	2.0%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%
管理费用	-971	-1,466	-1,811	-3,086	-3,527	-4,073
%销售收入	3.0%	2.7%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%
研发费用	-304	-499	-854	-1,286	-1,534	-1,759
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	6,725	10,117	11,470	14,371	23,237	30,488
%销售收入	20.4%	18.5%	14.2%	11.2%	15.2%	16.5%
财务费用	-250	-378	-906	1,061	-463	-163
%销售收入	0.8%	0.7%	1.1%	-0.8%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-563	-1,117	-1,289	-1,106	-883	-815
公允价值变动收益	0	0	262	100	100	100
投资收益	240	1,078	800	4,336	3,126	1,927
%税前利润	3.8%	10.9%	7.8%	23.2%	12.5%	6.1%
营业利润	6,298	9,971	10,656	18,932	25,286	31,707
营业利润率	19.1%	18.3%	13.2%	14.7%	16.5%	17.1%
营业外收支	-51	-59	-424	-280	-280	-280
税前利润	6,247	9,912	10,232	18,652	25,006	31,427
利润率	19.0%	18.2%	12.6%	14.5%	16.3%	17.0%
所得税	-690	-1,212	-1,159	-2,518	-3,376	-4,243
所得税率	11.0%	12.2%	11.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	5,557	8,700	9,074	16,134	21,630	27,185
少数股东损益	278	147	-12	50	60	70
归属于母公司的净利润	5,280	8,552	9,086	16,084	21,570	27,115
净利率	16.0%	15.7%	11.2%	12.5%	14.1%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,557	8,700	9,074	16,134	21,630	27,185
少数股东损益	278	147	-12	50	60	70
非现金支出	2,050	3,338	4,748	4,269	4,867	5,773
非经营收益	104	-751	-216	-3,603	-2,444	-1,440
营运资金变动	447	-272	-1,283	11,609	2,556	4,981
经营活动现金净流	8,158	11,015	12,323	28,409	26,610	36,498
资本开支	-2,684	-4,800	-4,839	-8,360	-11,340	-11,340
投资	183	-425	-2,670	-2,700	100	100
其他	-252	54	369	4,336	3,126	1,927
投资活动现金净流	-2,753	-5,171	-7,141	-6,724	-8,114	-9,313
股权募资	4,594	136	137	-1,143	96	0
债权募资	-198	4,923	-14	1,204	-2,891	-2,537
其他	164	-2,249	-2,212	-6,971	-9,100	-11,123
筹资活动现金净流	4,560	2,810	-2,088	-6,909	-11,895	-13,659
现金净流量	9,895	8,345	2,578	14,775	6,601	13,525

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	19,336	26,963	29,172	43,208	49,272	62,408
应收款项	9,504	12,216	9,057	13,133	15,603	18,760
存货	6,356	11,452	14,098	24,708	28,125	33,492
其他流动资产	2,170	4,469	6,625	13,936	15,651	18,273
流动资产	37,367	55,101	58,952	94,986	108,652	132,933
%总资产	63.0%	62.9%	60.3%	67.6%	67.7%	70.0%
长期投资	1,122	1,594	4,552	7,352	7,352	7,352
固定资产	18,349	26,906	27,437	31,100	37,612	43,225
%总资产	30.9%	30.7%	28.1%	22.1%	23.5%	22.7%
无形资产	1,227	2,261	1,793	1,667	1,544	1,440
非流动资产	21,937	32,534	38,783	45,477	51,723	57,096
%总资产	37.0%	37.1%	39.7%	32.4%	32.3%	30.0%
资产总计	59,304	87,635	97,735	140,463	160,376	190,029
短期借款	2,426	5,202	4,328	6,227	3,337	800
应付款项	17,612	30,756	28,385	47,522	54,099	64,406
其他流动负债	4,582	7,134	9,792	24,122	27,465	32,986
流动负债	24,620	43,092	42,504	77,872	84,900	98,192
长期贷款	2,509	1,125	1,661	1,661	1,661	1,661
其他长期负债	3,881	7,819	5,982	4,785	4,571	4,594
负债	31,009	52,037	50,148	84,319	91,133	104,447
普通股股东权益	27,629	35,106	47,448	55,955	68,994	85,263
其中：股本	3,772	3,772	5,413	7,582	7,582	7,582
未分配利润	12,701	19,353	27,109	36,759	49,701	65,970
少数股东权益	666	492	139	189	249	319
负债股东权益合计	59,304	87,635	97,735	140,463	160,376	190,029

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.400	2.267	1.679	2.121	2.845	3.576
每股净资产	7.325	9.308	8.766	7.380	9.100	11.246
每股经营现金净流	2.163	2.920	2.277	3.747	3.510	4.814
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.849	1.138	1.431
回报率						
净资产收益率	19.11%	24.36%	19.15%	28.74%	31.26%	31.80%
总资产收益率	8.90%	9.76%	9.30%	11.45%	13.45%	14.27%
投入资本收益率	17.32%	18.89%	18.65%	19.11%	26.71%	29.62%
增长率						
主营业务收入增长率	49.62%	65.92%	48.27%	58.86%	19.28%	20.72%
EBIT增长率	129.30%	50.45%	13.37%	25.29%	61.70%	31.21%
净利润增长率	106.40%	61.99%	6.24%	77.02%	34.11%	25.70%
总资产增长率	49.53%	47.77%	11.53%	43.72%	14.18%	18.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.4	37.1	34.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	83.0	79.0	72.2	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	73.2	74.4	60.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	171.6	163.9	112.2	82.4	84.1	80.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.38%	-45.76%	-48.72%	-62.91%	-63.94%	-70.05%
EBIT利息保障倍数	26.9	26.7	12.7	-13.5	50.2	187.5
资产负债率	52.29%	59.38%	51.31%	60.03%	56.82%	54.96%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	1	10	33	59	126
增持	1	2	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.17	1.15	1.16	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	2021-01-28	买入	123.00	138.00
2	2021-02-09	买入	112.20	143.00
3	2021-04-21	买入	92.40	143.00
4	2021-05-18	买入	99.35	143.00
5	2021-08-31	买入	97.30	120.00
6	2021-10-29	买入	89.12	120.00
7	2022-04-28	买入	61.30	120.00
8	2022-08-25	买入	52.68	85.00

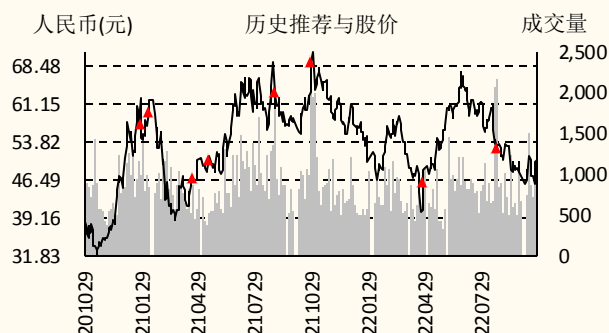
来源：国金证券研究所

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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402