

隆基绿能 (601012.SH)

业绩增长稳健，进一步布局新型电池技术

公司发布2022年年报与2023年一季度报，2022年公司收入同比增长59%至1290亿元，归母净利润同比增长63%至148亿元，扣非归母净利润同比增长63%至144亿元；2023年一季度公司收入同比增长52%至283亿元，归母净利润同比增长37%至36.37亿元，扣非归母净利润同比增长36%至35.91亿元。公司硅片盈利有望修复，布局HPBC及TOPCon电池技术也将贡献业绩增量，总体看，公司的竞争力依然清晰。

□ 2022年年报与2023年一季度报简析。公司发布2022年年报与2023年一季度报，2022年公司收入同比增长59.39%至1289.98亿元，归母净利润同比增长63.02%至148.12亿元，扣非归母净利润同比增长63.31%至144.12亿元；2023年一季度公司收入同比增长52.29%至283.19亿元，归母净利润同比增长36.55%至36.37亿元，扣非归母净利润同比增长35.68%至35.91亿元。

□ 产业链价格波动较大，一季度硅片盈利有所下降。2022年公司硅片出货85.06GW（Q1为18.36GW，Q2为21.26GW，Q3为21.98GW，Q4为23.46GW），外销占比46.08%，即39.20GW（Q1为8.42GW，Q2为11.73GW，Q3为10.65GW，Q4为8.40GW）。2023年一季度公司硅片出货23.82GW，预计单瓦净利下降至0.05元，主要是因一月产业链价格波动较大，硅片环节单月盈利整体下滑。

□ 组件出货量继续保持行业第一。2022年公司组件出货46.76GW（Q1为6.44GW，Q2为11.58GW，Q3为13.1GW，Q4为15.64GW），以外销为主。2022年公司组件出货自二季度起如期恢复，全年出货位列行业第一。2023年一季度公司电池组件出货12.6GW，预计单瓦盈利约为0.18元。

□ 布局新型电池产品。报告期内公司七次刷新太阳能电池转换效率世界纪录，自主研发的硅异质结电池转换效率达26.81%，创造了目前全球硅基太阳能电池效率的最高纪录，自主研发的HPBC新型电池技术导入大规模商业化量产，量产转换效率超过25%，预计2023年出货12.75-17GW（按85GW出货占比15-20%估算）。此外，公司开始建设鄂尔多斯30GW TOPCon电池产能。

□ 盈利预测与投资建议：预计公司2023-2024年归母净利润分别为186、223亿元，对应估值14倍、12倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：全球光伏装机低于预期，原材料价格持续上涨。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 80932 | 128998 | 171699 | 196762 | 226490 |
| 同比增长 | 48% | 59% | 33% | 15% | 15% |
| 营业利润(百万元) | 10656 | 16658 | 21612 | 26378 | 32685 |
| 同比增长 | 7% | 56% | 30% | 22% | 24% |
| 归母净利润(百万元) | 9086 | 14812 | 18601 | 22329 | 27907 |
| 同比增长 | 6% | 63% | 26% | 20% | 25% |
| 每股收益(元) | 1.68 | 1.95 | 2.45 | 2.95 | 3.68 |
| PE | 20.3 | 17.4 | 13.9 | 11.6 | 9.3 |
| PB | 3.9 | 4.2 | 3.3 | 2.7 | 2.2 |

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

中游制造/电力设备及新能源

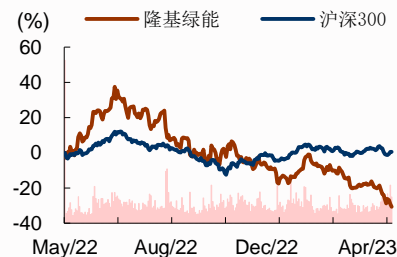
当前股价：34.09元

基础数据

| | |
|------------|------------|
| 总股本(万股) | 758151 |
| 已上市流通股(万股) | 757803 |
| 总市值(亿元) | 2585 |
| 流通市值(亿元) | 2583 |
| 每股净资产(MRQ) | 8.7 |
| ROE(TTM) | 24.0 |
| 资产负债率 | 54.2% |
| 主要股东 | 香港中央结算有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 15.31% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -13 | -31 | -20 |
| 相对表现 | -14 | -45 | -23 |



相关报告

- 《隆基绿能(601012)——业绩稳健增长，布局新型电池产品》2022-11-11
- 《隆基绿能(601012)——业绩平稳增长，进一步扩张一体化产能》2022-08-28
- 《隆基股份(601012)——业绩平稳增长，扩张一体化规模并布局新型电池技术》2022-05-02

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、2022 年年报、2023 年一季报简析 | 4 |
| 二、组件出货量行业第一，进一步扩大一体化产能 | 6 |
| 2.1 产业链价格波动较大，一季度硅片盈利有所下降 | 6 |
| 2.2 组件出货行业居首，布局新型电池产品 | 7 |
| 三、前瞻布局 BIPV，将是光伏领域的下一个重要应用 | 9 |
| 投资建议 | 12 |
| 盈利预测 | 12 |
| 相关报告 | 13 |
| 风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 硅片报价 | 6 |
| 图 2: 重大的非股权投资 | 7 |
| 图 3: 组件价格 (元/w) | 8 |
| 图 4: BAPV—屋顶光伏 (无建筑物功能) | 9 |
| 图 5: BIPV—与建筑一体，建筑集成 | 9 |
| 图 6: BIPV 应用形式多样 | 10 |
| 图 7: 光伏行业与建筑行业差别很大 | 10 |
| 图 8: 隆基绿能历史 PE Band | 15 |
| 图 9: 隆基绿能历史 PB Band | 15 |
| 表 1: 业绩摘要 | 4 |
| 表 2: 主要比率 | 5 |
| 表 3: 单季度业绩摘要 | 5 |
| 表 4: 单季度主要比率 | 5 |
| 表 5: 硅片板块 (百万元) | 6 |
| 表 6: 电池组件板块 (百万元) | 8 |
| 表 7: BIPV 已具备经济性 | 10 |
| 表 8: 光伏企业跨界合作部分案例 | 11 |
| 表 9: BIPV 当年新增市场空间测算 | 11 |
| 表 10: 盈利预测 | 12 |

附：财务预测表..... 16

一、2022 年年报、2023 年一季度报简析

年报、一季报同比维持较高增长。公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年公司收入同比增长 59.39%至 1289.98 亿元，归母净利润同比增长 63.02%至 148.12 亿元，扣非归母净利润同比增长 63.31%至 144.12 亿元；2023 年一季度公司收入同比增长 52.29%至 283.19 亿元，归母净利润同比增长 36.55%至 36.37 亿元，扣非归母净利润同比增长 35.68%至 35.91 亿元。

分项业务情况。2022 年公司硅片出货 85.06GW (Q1 为 18.36GW, Q2 为 21.26GW, Q3 为 21.98GW, Q4 为 23.46GW), 外销占比 46.08%, 即 39.20GW (Q1 为 8.42GW, Q2 为 11.73GW, Q3 为 10.65GW, Q4 为 8.40GW)。2022 年公司组件出货 46.76GW(Q1 为 6.44GW, Q2 为 11.58GW, Q3 为 13.1GW, Q4 为 15.64GW), 以外销为主。2022 年公司组件出货自二季度起如期恢复, 全年出货位列行业第一。2023 年一季度公司硅片出货 23.82GW, 预计单瓦盈利约为 0.05 元, 电池组件出货 12.6GW, 预计单瓦盈利约为 0.18 元。此外, 2022 年、2023 年一季度公司硅料投资收益分别为 46.09 亿元、12.23 亿元。

费用率下降, 其中财务费用率显著下降。2022 年公司费用率有所下降, 其中销售、管理、财务费用率分别为 2.54%、2.27%、-1.43%, 分别同比提升 0.33、提升 0.04、下降 2.55 个百分点。2023 年一季度公司费用率同比下降, 其中销售、管理、财务费用率分别为 2.75%、3.30%、-0.50%, 分别同比提升 0.33、提升 0.18、下降 1.82 个百分点。2022 年公司财务费用显著下降主要是因: a) 2022 年汇兑损益为-15.62 亿, 2021 年为 8.32 亿元; b) 利息收入增长, 2022 年公司利息收入 7.15 亿, 2021 年为 2.63 亿。

表 1: 业绩摘要

| 百万元 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 同比变化 (%) | 2022Q1 | 2023Q1 | 同比变化 (%) |
|--------------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 54583.18 | 80932.25 | 128998. | 59.39 | 18595.20 | 28318.77 | 52.29 |
| 营业成本 | 41145.63 | 64589.66 | 109164. | 69.01 | 14635.92 | 23246.76 | 58.83 |
| 毛利润 | 13437.56 | 16342.59 | 19834.0 | 21.36 | 3959.29 | 5072.01 | 28.10 |
| 销售税金 | 281.86 | 417.99 | 656.33 | 57.02 | 99.09 | 144.14 | 45.47 |
| 毛利润 (扣除销售税金) | 13155.69 | 15924.60 | 19177.6 | 20.43 | 3860.20 | 4927.87 | 27.66 |
| 销售费用 | 1073.44 | 1790.03 | 3282.92 | 83.40 | 451.47 | 780.12 | 72.79 |
| 管理费用 | 1465.81 | 1810.63 | 2932.84 | 61.98 | 579.54 | 933.14 | 61.01 |
| 经营利润 | 10616.44 | 12323.94 | 12961.9 | 5.18 | 2829.18 | 3214.61 | 13.62 |
| 资产减值损失 | -949.72 | -1240.83 | -2075.7 | 67.29 | -69.58 | -238.14 | 242.26 |
| 财务费用 | 378.29 | 906.07 | -1840.9 | -303.18 | 246.10 | -140.18 | -156.96 |
| 投资收益 | 1077.50 | 799.79 | 4931.21 | 516.56 | 738.55 | 1240.16 | 67.92 |
| 资产处置收益 | -11.85 | -27.24 | -17.53 | -35.65 | -0.38 | 9.32 | -2555.83 |
| 其他收益 | 283.00 | 347.06 | 463.24 | 33.47 | 91.72 | 82.04 | -10.55 |
| 营业外收入 | 14.13 | 30.86 | 38.49 | 24.75 | 2.83 | 8.19 | 189.71 |
| 营业外支出 | 73.39 | 454.47 | 291.55 | -35.85 | 85.57 | 51.09 | -40.30 |
| 利润总额 | 9911.91 | 10232.36 | 16404.5 | 60.32 | 3035.89 | 3934.76 | 29.61 |
| 所得税 | 1212.21 | 1158.55 | 1641.76 | 41.71 | 382.81 | 308.48 | -19.42 |
| 税后净利润 | 8699.70 | 9073.81 | 14762.8 | 62.70 | 2653.08 | 3626.27 | 36.68 |
| 少数股东损益 | 147.33 | -12.07 | -48.74 | 303.86 | -10.80 | -11.15 | 3.22 |
| 归母净利润 | 8552.37 | 9085.88 | 14811.5 | 63.02 | 2663.88 | 3637.42 | 36.55 |
| 非经常性损益 | 409.28 | 259.83 | 397.63 | 53.04 | 16.89 | 45.95 | 172.02 |
| 扣非归母净利润 | 8143.09 | 8826.05 | 14413.9 | 63.31 | 2646.99 | 3591.48 | 35.68 |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 主要比率

| (%) | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 同比变化 (%) | 2022Q1 | 2023Q1 | 同比变化 (%) |
|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
| 毛利率 | 24.62 | 20.19 | 15.38 | -4.82 | 21.29 | 17.91 | -3.38 |
| 销售费用率 | 1.97 | 2.21 | 2.54 | 0.33 | 2.43 | 2.75 | 0.33 |
| 管理费用率 | 2.69 | 2.24 | 2.27 | 0.04 | 3.12 | 3.30 | 0.18 |
| 财务费用率 | 0.69 | 1.12 | -1.43 | -2.55 | 1.32 | -0.50 | -1.82 |
| 经营利润率 | 19.45 | 15.23 | 10.05 | -5.18 | 15.21 | 11.35 | -3.86 |
| 所得税率 | 12.23 | 11.32 | 10.01 | -1.31 | 12.61 | 7.84 | -4.77 |
| 净利率 | 15.67 | 11.23 | 11.48 | 0.26 | 14.33 | 12.84 | -1.48 |
| 扣非净利率 | 14.92 | 10.91 | 11.17 | 0.27 | 14.23 | 12.68 | -1.55 |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

| 百万元 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q1 同比 (%) | 23Q1 环比 (%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 24726 | 18595 | 31822 | 36618 | 41963 | 28319 | 52 | -33 |
| 营业成本 | 20357 | 14636 | 26904 | 31478 | 36147 | 23247 | 59 | -36 |
| 销售费用 | 574 | 451 | 736 | 866 | 1230 | 780 | 73 | -37 |
| 管理费用 | 556 | 580 | 615 | 765 | 974 | 933 | 61 | -4 |
| 财务费用 | 588 | 246 | -696 | -843 | -548 | -140 | -157 | -74 |
| 所得税 | 43 | 383 | 627 | 545 | 87 | 308 | -19 | 255 |
| 归母净利润 | 1530 | 2664 | 3817 | 4495 | 3836 | 3637 | 37 | -5 |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 单季度主要比率

| (%) | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q1 同比 (%) | 23Q1 环比 (%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| 毛利率 | 17.67 | 21.29 | 15.45 | 14.04 | 13.86 | 17.91 | -3.38 | 4.05 |
| 销售费用率 | 2.32 | 2.43 | 2.31 | 2.37 | 2.93 | 2.75 | 0.33 | -0.18 |
| 管理费用率 | 2.25 | 3.12 | 1.93 | 2.09 | 2.32 | 3.30 | 0.18 | 0.97 |
| 财务费用率 | 2.38 | 1.32 | -2.19 | -2.30 | -1.30 | -0.50 | -1.82 | 0.81 |
| 净利率 | 6.19 | 14.33 | 11.99 | 12.28 | 9.14 | 12.84 | -1.48 | 3.70 |

资料来源: 公司公告, 招商证券

二、组件出货量行业第一，进一步扩大一体化产能

2.1 产业链价格波动较大，一季度硅片盈利有所下降

Q1 硅片业务盈利能力有所下降。2022 年公司硅片出货 85.06GW (Q1 为 18.36GW, Q2 为 21.26GW, Q3 为 21.98GW, Q4 为 23.46GW), 外销占比 46.08%, 即 39.20GW (Q1 为 8.42GW, Q2 为 11.73GW, Q3 为 10.65GW, Q4 为 8.40GW)。2023 年一季度公司硅片出货, 23.82GW, 预计单瓦净利下降至 0.05 元, 主要是因一月产业链价格波动较大, 硅片环节单月盈利整体下滑。

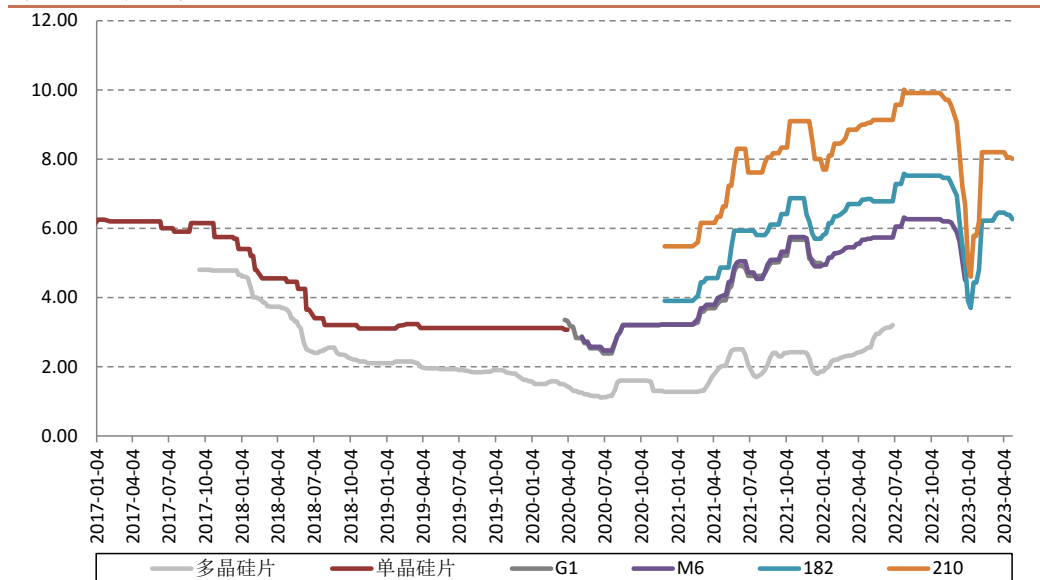
于鄂尔多斯扩产一体化产能, 进一步巩固龙头地位。因电价原因, 公司暂停云南各地后续产能建设, 2022 年 8 月 14 日公司发布公告, 与鄂尔多斯市人民政府、伊金霍洛旗人民政府签订《投资合作协议补充协议》, 就投资建设年产 46GW 硅棒和切片项目、30GW 高效电池项目、5GW 高效组件项目达成合作意向, 在鄂尔多斯地区进一步扩产, 巩固龙头地位。

表 5: 硅片板块 (百万元)

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 5880 | 6434 | 13777 | 15513 | 17028 | 38197 |
| 成本 | 3956 | 5399 | 9406 | 10802 | 12337 | 31469 |
| 毛利 | 1924 | 1035 | 4371 | 4710 | 4691 | 6728 |
| 毛利率(%) | 33 | 16 | 32 | 30 | 28 | 18 |
| 业务收入比例 | 36 | 29 | 42 | 28 | 21 | 30 |

资料来源: Wind、招商证券

图 1: 硅片报价



资料来源: PVInfoLink、招商证券

图 2: 重大的非股权投资

| 项目名称 | 实施主体 | 经有权机构审批的预计总投资额 (亿元) | 项目进度 | 资金来源 |
|------------------------------|----------|---------------------|---|-----------|
| 西咸乐叶年产 29GW 高效单晶电池项目 | 西咸乐叶光伏 | 70.4 | 已部分投产 | 募集资金+自筹资金 |
| 宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目 (一期 3GW) | 宁夏乐叶光伏 | 12.48 | 公司尚需对宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目 (一期 3GW) 进行重新论证, 待明确后公司将履行相关程序进行项目调整 | 募集资金+自筹资金 |
| 泰州乐叶年产 4GW 单晶电池项目 | 泰州乐叶光伏 | 12.09 | 已部分投产 | 募集资金+自筹资金 |
| 嘉兴光伏年产 10GW 单晶组件项目 | 嘉兴光伏科技 | 25.2 | 已部分投产 | 募集资金+自筹资金 |
| 芜湖光伏年产 10GW 单晶组件项目 | 芜湖光伏科技 | 25.19 | 已于 2023 年 4 月开始投产 | |
| 鄂尔多斯年产 46GW 单晶硅棒和切片项目 | 鄂尔多斯隆基 | 107.54 | 项目建设中, 预计 2023 年 6 月开始投产 | 自筹资金 |
| 鄂尔多斯年产 30GW 高效单晶电池项目 | 鄂尔多斯光伏科技 | 77.77 | 项目建设中, 预计 2023 年 8 月开始投产 | 自筹资金 |

资料来源: 公司公告、招商证券

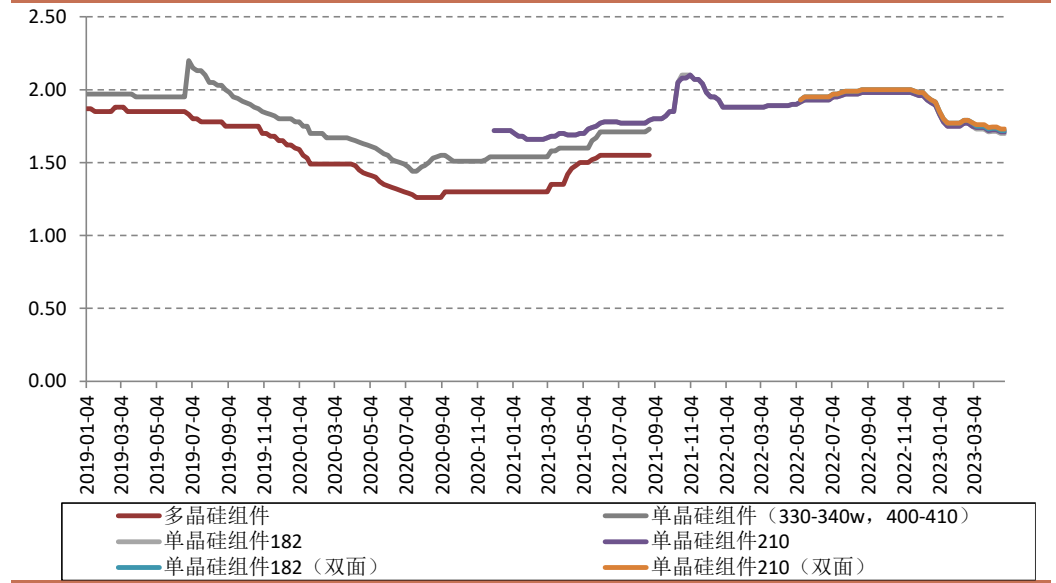
2.2 组件出货行业居首, 布局新型电池产品

2022 年组件出货量继续保持行业第一。2022 年公司组件出货 46.76GW (Q1 为 6.44GW, Q2 为 11.58GW, Q3 为 13.1GW, Q4 为 15.64G), 以外销为主。2022 年公司组件出货自二季度起如期恢复, 全年出货位列行业第一。2023 年一季度公司电池组件出货 12.6GW, 预计单瓦盈利约为 0.18 元。

布局新型电池产品。报告期内公司七次刷新太阳能电池转换效率世界纪录, 自主研发的硅异质结电池转换效率达 26.81%, 创造了目前全球硅基太阳能电池效率的最高纪录, 自主研发的 HPBC 新型电池技术导入大规模商业化量产, 量产转换效率超过 25%, 预计 2023 年出货 12.75-17GW (按 85GW 出货占比 15-20%估算)。此外, 公司开始建设鄂尔多斯 30GW TOPCon 电池产能。

前瞻布局一体化迎来收获。公司 2015 年通过收购浙江乐叶进入组件环节, 当时多晶是主流, 单晶推广阻力较大, 隆基通过硅片+电池+组件一体化力推单晶路线。公司一体化战略在 2017 年收获阶段性成果, 快速积累品牌与渠道优势, 同时, 布局一体化也在一定程度上平抑产业链价格变动带来的经营挑战。2020 年公司基本完成一体化布局, 年末硅片、电池片、组件产能分别为 85GW、30GW、50GW, 2021 年进一步扩张至 105GW、38GW、65GW, 2022 年底公司硅片、电池片、组件产能已达 133GW、50GW、85GW, 根据公司规划, 2023 年底公司硅片、电池片、组件将达 190GW、110GW、130GW, 一体化规模进一步扩张。

图 3: 组件价格 (元/w)



资料来源: PVInfoLink、招商证券

表 6: 电池组件板块 (百万元)

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 9175 | 13091 | 14570 | 36239 | 58454 | 84849 |
| 成本 | 6358 | 9972 | 10901 | 28800 | 48483 | 73266 |
| 毛利 | 2817 | 3119 | 3669 | 7439 | 9972 | 11583 |
| 毛利率(%) | 31 | 24 | 25 | 21 | 17 | 14 |
| 业务收入比例(%) | 56 | 60 | 44 | 66 | 72 | 66 |

资料来源: wind、招商证券

三、前瞻布局 BIPV，将是光伏领域的下一个重要应用

BIPV 是建筑与光伏更深层次的融合产物，应用场景多样。BIPV 是光伏与建筑更深层次的融合产物，区别于以屋顶为载体、没有建筑功能的 BAPV，BIPV 除发电功能外，还承担了建筑物原有的支撑、遮挡功能。BIPV 运用光伏物理性能，同时兼顾建筑美学观念（建筑的重要属性），应用场景多样，有向城市高密度建筑区域渗透的潜力。尚德、英利、汉能 BIPV 示范项目此前已先后落地，公司近期也相继发布 BIPV 产品，行业有爆发迹象。

制约行业发展的三个因素均有变化。此前行业进展比较缓慢，主要受三个因素制约：政策、经济性、缺少跨行业协同，但目前均有变化：（1）政策鼓励程度加大，BIPV 贴合减排趋势，北京、南京已经出台实质性补贴；（2）已经具备经济性，粗算项目 6-8 年可收回成本（不考虑北京、南京补贴）；（3）跨行业协同加速：业内认识到 BIPV 是交叉学科，建筑设计是 BIPV 发展过程中不可缺少的参与者，近期跨行业的协同也在增加。

增量空间广阔，先发优势会让个体呈现强 α 。BIPV 发展路径将从国内到海外、由增量到存量，市场空间广阔：按当年竣工面积 43 亿平测算，转换效率 16% 等条件估算，预计 2022、2025、2030 年当年新增的市场分别为 85、497、1135 亿元，对应 2.3、15.9、25.4GW 装机规模。BIPV 产业发展需要跨行业协同，且有示范效应，预计将以晶硅路线为主，行业也将体现出先发优势：率先建成示范项目并推广的企业将凭借先发优势进一步增强个体的 α 属性。BIPV 爆发可能会先从增量项目开始，光伏企业能否快速掌握相关建筑设计的相关能力较为关键，对于光伏行业来讲，发展 BIPV 根基在于自身产品，但现阶段项目入口可能更为重要。

收购森特股权成本为二股东，把握 BIPV 入口资源。公司于 2021 年 3 月 4 日发布公告，拟以现金方式受让转让方持有的森特股份 27.25% 股权，交易完成后，公司将成为森特股份第二大股东。2022 年 3 月，公司全资子公司隆基绿建与森特股份签订股权转让协议，将下属子公司隆基工程 100% 股权出售给森特股份，公司与森特股份在金属围护领域新承接的建筑光伏一体化项目，将由森特股份承接、实施和交付，公司将专注于 BIPV 产品的研发、生产和销售，彼此互为该领域的唯一合作伙伴。BIPV 是光伏与建筑行业高度融合的产物，公司前瞻布局这一领域，有望进一步拓展光伏应用场景，且相对与常规组件，BIPV 价值量更大、毛利率更高。

图 4：BAPV—屋顶光伏（无建筑物功能）



资料来源：太阳能建筑，招商证券

图 5：BIPV—与建筑一体，建筑集成



资料来源：太阳能建筑，招商证券

图 6: BIPV 应用形式多样



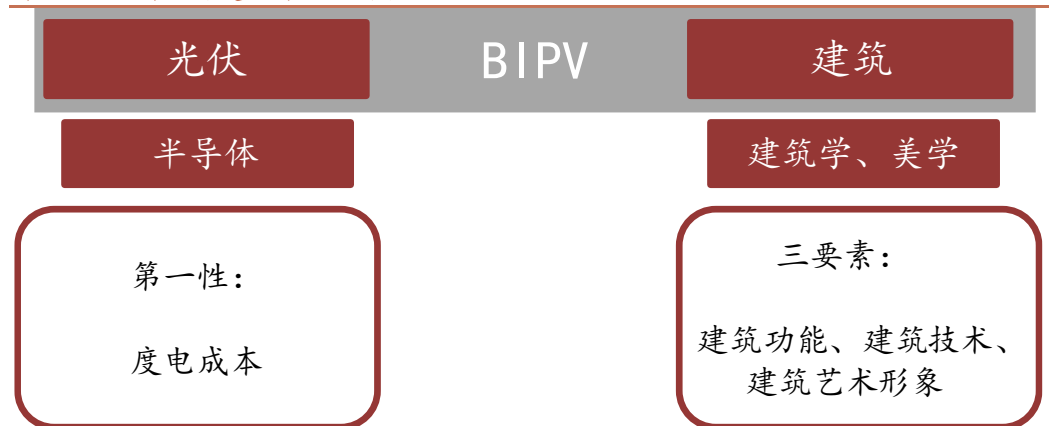
资料来源: 中国建筑节能协会、招商证券

表 7: BIPV 已具备经济性

| | 薄膜 (彩色铜铟镓硒光) | 单晶 BIPV | 普通屋顶 |
|--------------|--------------|---------|------|
| 屋顶面积 (平方米) | 1 | 1 | 1 |
| 初始造价 (元/平方米) | 1000-1200 | 600-800 | 250 |
| 使用寿命 | 50 年 | 50 年 | 20 年 |
| 转换效率 | 12% | 16% | - |
| 1 平方米功率 (w) | 120 | 160 | - |
| 利用小时 | 700 | 1000 | - |
| 一年发电量 | 84 | 160 | - |
| 电价 (元/kwh) | 0.7 | 0.7 | - |
| 收入 (元) | 58.8 | 112 | - |
| 贴现率 | 5% | 5% | 5% |
| 回收期 (粗算) | - | 6-8 年 | - |

资料来源: 中国建筑节能协会、招商证券

图 7: 光伏行业与建筑行业差别很大



资料来源: 隆基股份、招商证券

表 8: 光伏企业跨界合作部分案例

| 企业 | 合作内容 |
|------|---|
| 隆基股份 | 协议收购森特股份股权，成为其二股东 |
| 中信博 | 与中远金风签订 BIPV 战略合作协议以促进光伏发电事业发展为目标，成立项目推进对接工作 |
| 英利集团 | 2021 年 1 月，英利集团与秀强股份有限公司控股子公司保定嘉盛光电科技股份有限公司共同 |

资料来源: Wind, 招商证券

表 9: BIPV 当年新增市场空间测算

| | 2022 年 | 2025 年 | 2030 年 |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 当年竣工面积 (亿平) | 43 | 43 | 43 |
| 当年住宅竣工面积占比 | 67% | 67% | 67% |
| 当年渗透率 | 1% | 7% | 20% |
| 当年对应 BIPV 市场面积 (亿平) | 0.1 | 1.0 | 2.8 |
| 转换效率 | 16% | 16% | 16% |
| 对应当年装机 (GW) | 2.3 | 15.9 | 45.4 |
| 造价 (元/平) | 600 | 500 | 400 |
| 对应当年市场空间 (亿元) | 85 | 497 | 1135 |

资料来源: 招商证券

投资建议

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年公司收入同比增长 59%至 1290 亿元，归母净利润同比增长 63%至 148 亿元，扣非归母净利润同比增长 63%至 144 亿元；2023 年一季度公司收入同比增长 52%至 283 亿元，归母净利润同比增长 37%至 36.37 亿元，扣非归母净利润同比增长 36%至 35.91 亿元。公司硅片盈利有望修复，布局 HPBC 及 TOPCon 电池技术也将贡献业绩增量，总体看，公司的竞争力依然清晰。

估算公司 2023-2024 年归母净利润分别为 186、223 亿元，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测

表 10: 盈利预测

| 百万元 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 硅片板块 | 营业收入 | 17,248 | 38,197 | 25,200 | 37,200 | 45,600 |
| | YOY(%) | 11 | 121 | -34 | 48 | 23 |
| | 毛利率(%) | 28 | 18 | 21 | 21 | 21 |
| 组件板块 | 营业收入 | 58,454 | 84,849 | 140,250 | 153,000 | 174,000 |
| | YOY(%) | 61 | 45 | 65 | 9 | 14 |
| | 毛利率(%) | 17 | 14 | 16 | 18 | 19 |
| 其他 | 营业收入 | 5,450 | 5,952 | 6,249 | 6,562 | 6,890 |
| | YOY(%) | 92 | 9 | 5 | 5 | 5 |
| | 毛利率(%) | 31 | 26 | 25 | 23 | 22 |
| 汇总 | 营业收入 | 80,932 | 128,998 | 171,699 | 196,762 | 226,490 |
| | YOY(%) | 48 | 59 | 33 | 15 | 15 |
| | 毛利率(%) | 20 | 15 | 17 | 19 | 20 |

资料来源: wind、招商证券

相关报告

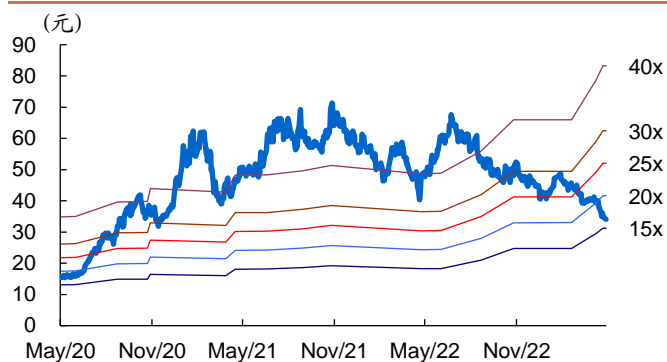
- 1、《隆基绿能（601012）—业绩稳健增长，布局新型电池产品》2022-11-10
- 2、《隆基绿能（601012）—业绩平稳增长，进一步扩张一体化产能》2022-08-27
- 3、《隆基股份（601012）—业绩平稳增长，扩张一体化规模并布局新型电池技术》2022-05-02
- 4、《隆基股份（601012）—深入布局高效电池环节，前瞻布局新型应用市场》2022-03-21
- 5、《隆基股份（601012）—业绩平稳增长，竞争优势巩固》2021-11-01
- 6、《隆基股份（601012）—Q2 业绩环比持平，组件出货维持全球第一》2021-08-31
- 7、《隆基股份（601012）—业绩高增长，前瞻布局 BIPV 拓展下游应用》2021-04-25
- 8、《隆基股份（601012）—Q3 业绩持续高增长，大尺寸硅片有望增强公司竞争优势》2020-11-01
- 9、《隆基股份（601012）—中报业绩超预期，硅片坚决扩产，组件战略迎来丰收》2020-08-28
- 10、《隆基股份（601012）—单晶硅片竞争优势有望进一步扩大，组件战略迎来丰收》2020-07-06
- 11、《隆基股份（601012）—业绩超预期，疫情加速竞争格局优化（更新）》2020-04-25
- 12、《隆基股份（601012）—单晶硅片保持领先优势并继续扩张，财务状况比较健康》2019-08-29
- 13、《隆基股份（601012）—2 季度业绩超预期，盈利能力提升明显》2019-07-21
- 14、《隆基股份（601012）—产能稳步扩张，成本仍在持续下降》2019-05-06
- 15、《隆基股份（601012）—产能稳步扩张，需求向好迎来提价》2019-02-27
- 16、《隆基股份（601012）—受新政影响，存货增长明显，毛利率承压》2018-08-31
- 17、《隆基股份（601012）—不只是硅片公司，组件盈利占比大幅提升》2018-04-25
- 18、《隆基股份（601012）—组件毛利率超预期，产业链延伸能力得到验证》2018-03-29
- 19、《隆基股份（601012）—坚持单晶路线不动摇，产能扩张与成本下降持续进行》2018-01-12
- 20、《隆基股份（601012）—盈利能力维持高位，单晶降价加速替代多晶》2017-10-30
- 21、《隆基股份（601012）—成本优势与产业链延伸推动公司快速增长（更新）》2017-09-08
- 22、《隆基股份（601012）—毛利率提升带动业绩高增长，成本持续领先》2017-08-30
- 23、《隆基股份（601012）—光伏平价并不遥远，龙头增长清晰》2017-07-26
- 24、《隆基股份（601012）—美国抢装与竞争格局优化，光伏高效产品将一枝独秀》2017-06-27
- 25、《隆基股份（601012）—以量补价，向产业链下游延伸》2017-06-01
- 26、《隆基股份（601012）—毛利率略有上升，先行指标保持强势增长》2017-04-28
- 27、《隆基股份（601012）—硅料价格下降，公司短期盈利能力将上台阶》2017-04-07
- 28、《隆基股份（601012）—单晶需求超预期，公司业绩持续高增长》2017-03-12

- 29、《隆基股份（601012）—领跑者需求推动单晶硅片量价齐升》2017-02-05
- 30、《隆基股份（601012）—单季度盈利略超预期，领先指标有所恢复》2016-10-31
- 31、《隆基股份（601012）—成本优势凸显，单晶业务维持高速增长》2016-08-17
- 32、《隆基股份（601012）—单晶趋势明显，业绩高增长有望持续全年》2016-07-18
- 33、《隆基股份（601012）—控费能力逐步显现，销售管理费用低于同行》2016-04-24
- 34、《隆基股份（601012）—业绩高增长验证产业链延生能力》2016-04-12
- 35、《隆基股份（601012）—硅片成本优势奠定产业链延伸基础》2016-03-27
- 36、《隆基股份（601012）—产业链延伸推动应收高增长》2016-03-06
- 37、《隆基股份（601012）—签订百亿合作协议，单晶组件产能逐步释放》2016-01-08

风险提示

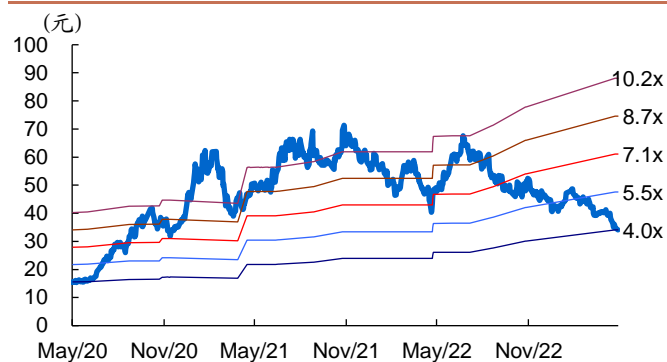
- 1) 全球光伏装机低于预期。我国光伏产业链具备极强全球竞争力，相关企业面向全球市场，若全球光伏装机不达预期，有可能会影响相关上市公司业绩。
- 2) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司业绩可能会受到影响。

图 8: 隆基绿能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9: 隆基绿能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 58952 | 90817 | 120672 | 147617 | 181285 |
| 现金 | 29172 | 54372 | 72919 | 93470 | 119396 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 425 | 144 | 192 | 220 | 253 |
| 应收款项 | 7853 | 9076 | 12054 | 13813 | 15900 |
| 其它应收款 | 402 | 467 | 622 | 712 | 820 |
| 存货 | 14098 | 19318 | 25088 | 28258 | 32153 |
| 其他 | 7002 | 7440 | 9798 | 11144 | 12764 |
| 非流动资产 | 38783 | 48739 | 48689 | 48660 | 48645 |
| 长期股权投资 | 4404 | 9698 | 9698 | 9698 | 9698 |
| 固定资产 | 24875 | 25147 | 25400 | 25620 | 25812 |
| 无形资产商誉 | 624 | 742 | 668 | 601 | 541 |
| 其他 | 8880 | 13152 | 12923 | 12740 | 12594 |
| 资产总计 | 97735 | 139556 | 169361 | 196277 | 229931 |
| 流动负债 | 42504 | 60529 | 74579 | 82660 | 92591 |
| 短期借款 | 3232 | 79 | 83 | 87 | 91 |
| 应付账款 | 21711 | 33588 | 43639 | 49153 | 55928 |
| 预收账款 | 7421 | 14691 | 19087 | 21499 | 24463 |
| 其他 | 10140 | 12172 | 11770 | 11922 | 12109 |
| 长期负债 | 7644 | 16772 | 16772 | 16772 | 16772 |
| 长期借款 | 1661 | 2912 | 2912 | 2912 | 2912 |
| 其他 | 5982 | 13860 | 13860 | 13860 | 13860 |
| 负债合计 | 50148 | 77301 | 91351 | 99433 | 109363 |
| 股本 | 5413 | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 |
| 资本公积金 | 13858 | 12516 | 12516 | 12516 | 12516 |
| 留存收益 | 28176 | 42049 | 57617 | 76226 | 99667 |
| 少数股东权益 | 139 | 108 | 295 | 521 | 803 |
| 归属于母公司所有者权益 | 47448 | 62147 | 77715 | 96324 | 119765 |
| 负债及权益合计 | 97735 | 139556 | 169361 | 196277 | 229931 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 12323 | 24370 | 21178 | 24890 | 31610 |
| 净利润 | 9086 | 14812 | 18601 | 22329 | 27907 |
| 折旧摊销 | 3198 | 3460 | 3552 | 3531 | 3516 |
| 财务费用 | 802 | (517) | (1000) | (800) | (700) |
| 投资收益 | (800) | (4931) | (3579) | (2079) | (1579) |
| 营运资金变动 | 383 | 11734 | 3408 | 1678 | 2177 |
| 其它 | (346) | (187) | 197 | 231 | 288 |
| 投资活动现金流 | (7141) | (5051) | 77 | (1423) | (1923) |
| 资本支出 | (4904) | (5008) | (3502) | (3502) | (3502) |
| 其他投资 | (2237) | (44) | 3579 | 2079 | 1579 |
| 筹资活动现金流 | (2088) | 4300 | (2708) | (2916) | (3761) |
| 借款变动 | (1849) | (4673) | (675) | 4 | 4 |
| 普通股增加 | 1641 | 2169 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2723 | (1342) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (1622) | (1407) | (3033) | (3720) | (4466) |
| 其他 | (2982) | 9554 | 1000 | 800 | 700 |
| 现金净增加额 | 3093 | 23619 | 18547 | 20551 | 25925 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 80932 | 128998 | 171699 | 196762 | 226490 |
| 营业成本 | 64590 | 109164 | 141832 | 159753 | 181774 |
| 营业税金及附加 | 418 | 656 | 874 | 1001 | 1152 |
| 营业费用 | 1790 | 3283 | 4292 | 4526 | 4756 |
| 管理费用 | 1811 | 2933 | 4464 | 4526 | 4983 |
| 研发费用 | 854 | 1282 | 2404 | 2558 | 2718 |
| 财务费用 | 906 | (1841) | (1000) | (800) | (700) |
| 资产减值损失 | (1289) | (2356) | (800) | (900) | (700) |
| 公允价值变动收益 | 262 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 其他收益 | 347 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 投资收益 | 773 | 4914 | 3000 | 1500 | 1000 |
| 营业利润 | 10656 | 16658 | 21612 | 26378 | 32685 |
| 营业外收入 | 31 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 营业外支出 | 454 | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 利润总额 | 10232 | 16405 | 21359 | 26125 | 32432 |
| 所得税 | 1159 | 1642 | 2570 | 3571 | 4243 |
| 少数股东损益 | (12) | (49) | 188 | 226 | 282 |
| 归属于母公司净利润 | 9086 | 14812 | 18601 | 22329 | 27907 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 48% | 59% | 33% | 15% | 15% |
| 营业利润 | 7% | 56% | 30% | 22% | 24% |
| 归母净利润 | 6% | 63% | 26% | 20% | 25% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.2% | 15.4% | 17.4% | 18.8% | 19.7% |
| 净利率 | 11.2% | 11.5% | 10.8% | 11.3% | 12.3% |
| ROE | 19.1% | 23.8% | 23.9% | 23.2% | 23.3% |
| ROIC | 18.9% | 19.3% | 21.9% | 21.9% | 22.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 51.3% | 55.4% | 53.9% | 50.7% | 47.6% |
| 净负债比率 | 6.1% | 2.6% | 1.8% | 1.5% | 1.3% |
| 流动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 存货周转率 | 5.1 | 6.5 | 6.4 | 6.0 | 6.0 |
| 应收账款周转率 | 8.2 | 14.7 | 16.0 | 15.0 | 15.0 |
| 应付账款周转率 | 2.9 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.5 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.68 | 1.95 | 2.45 | 2.95 | 3.68 |
| 每股经营净现金 | 2.28 | 3.21 | 2.79 | 3.28 | 4.17 |
| 每股净资产 | 8.77 | 8.20 | 10.25 | 12.70 | 15.80 |
| 每股股利 | 0.26 | 0.40 | 0.49 | 0.59 | 0.74 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 20.3 | 17.4 | 13.9 | 11.6 | 9.3 |
| PB | 3.9 | 4.2 | 3.3 | 2.7 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 14.6 | 11.6 | 8.7 | 7.2 | 5.9 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。