

2020年04月23日

业绩与现金流均表现亮眼，单晶龙头尽显优势
买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

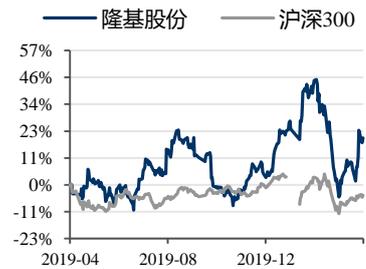
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,897	48,500	58,067	68,702
同比（%）	49.6%	47.4%	19.7%	18.3%
归母净利润（百万元）	5280	6570	7908	9414
同比（%）	106.4%	24.4%	20.4%	19.0%
每股收益（元/股）	1.40	1.74	2.10	2.50
P/E（倍）	20.11	16.16	13.43	11.28

投资要点

- **公司19归母净利润52.8亿元，同增106.4%**：公司2019年实现营业收入328.97亿元，同比增长49.6%，归母净利润52.8亿元，同比增长106.4%，扣非归母净利润50.9亿元，同比增长117.4%。其中，Q4实现营业收入102.0亿元，同比增长39.5%，环比增长18.9%，归母公司净利润17.95亿元，同比增长107.12%。
- **公司20Q1归母净利润18.6亿元，同增204.9%**：2020Q1实现营业收入85.99亿元，同比增长50.6%，归母净利润18.6亿元，同比增长204.9%，扣非归母净利润17.6亿元，同比增长195.4%。19年及20Q1业绩均为预告上限。
- **公司发布2020年经营目标**：1) 2020年产能目标：单晶硅片年产能达到75GW以上，单晶组件产能达到30GW以上；2) 2020年出货量目标：单晶硅片出货量目标58GW（含自用），组件出货量目标20GW（含自用）；3) 2020年收入目标：2020年计划实现营业收入496亿元。
- **硅片量利双升**：2019年，公司实现单晶硅片对外销售47.02亿片，同比增长139.17%，自用18.46亿片。2019年公司硅片销售均价为3.1元/片，同比下跌15%左右，但由于硅料价格下跌叠加非硅成本下降（拉晶非硅成本同比下降25.46%，切片非硅成本同比下降26.5%），公司硅片毛利率同比大幅提升16个百分点至32.2%。2020年Q1公司硅片出货21亿片，同比增长70%，外销13.5亿片，同比增长35%。结构方面，公司一季度硅片结构改善明显，出货结构中156:158:166的比例为20%:55%:25%，158及166硅片定价高2-4毛/片，成本相差不大，盈利能力显著优于156尺寸硅片，叠加非硅成本进步下降至0.72~0.75元/片左右，毛利率创历史新高，达到39.1%。
- **组件海外占比持续提升，盈利能力卓越**：2019年公司实现单晶组件对外销售7,394MW，同比增长23.43%，自用971MW。组件全球市占率快速提升至7%，海外销售达到4,991MW，同比增长154%。虽然2019年国内装机同比下滑30%至30GW，国内市场组件价格下降约20%，但公司2019年组件销售均价仅同比下降11.9%，这主要是由于1) 公司海外销售占比67.5%，并且价格最高的美国市场销售占海外市场比例为22%；2) 双面组件占比为20%+。基于成本下降超预期+价格下降幅度较小，公司2019年组件业务毛利率为25.2%，同比提升1.4个百分点。
- **现金流大幅改善，经营效率提升**：公司2019年经营活动产生的现金流净额为81.58亿元，同比增长595.34%，其中19年Q4经营活动现金流净额为41.44亿元，同比增长36倍，环比增长161.1%。2020Q1受疫情影响，发货受到影响，在途组件环比增加了400MW，因此经营活动产生的现金流净额为-5.36亿元。公司19年现金流大幅改善的主要原因：1) 公司海外业务收入占比同比提升5个百分点至38%，同时产品竞争力提升，收现比提升，其中2019Q4收现比95.3%，创历史新高；(2) 加大对应收账款的管理，应收周转次数同比提升2.73至8.04。
- **盈利能力优秀，ROE稳步提升**：由于公司优秀的降本能力叠加硅片占比提升，公司2020Q1硅片毛利率约为39%，同比提升17~18个百分点，环比提升5~6个百分点。同时公司2019年在资产负债率同比下降5.3个百分点的情况下，ROE同比提升7个百分点至24%，主要是由于净利率（17%，同比提升5pct）及资产周转率（0.66，同比提升0.05）的提升。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司20-22年业绩为：65.70、79.08、94.14亿元，同比+24.4%、+20.4%、+19.0%，对应EPS为1.74/2.10/2.50。目标价38.28元，对应20年22倍PE，维持“买入”评级。目标市值1300-1500亿。
- **风险提示**：政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.15
一年最低/最高价	20.37/35.40
市净率(倍)	3.60
流通A股市值(百万元)	106056.53

基础数据

每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	52.05
总股本(百万股)	3772.02
流通A股(百万股)	3767.55

相关研究

- 1、《隆基股份(601012): Q1大超预期，盈利能力卓越》2020-04-17
- 2、《隆基股份(601012): 单晶替代收官之年，组件龙头呼之欲出》2020-01-17
- 3、《隆基股份(601012): 国内组件需求延缓，盈利能力快速提升》2019-10-31

公司 19 归母净利润 52.8 亿元，同增 106.4%：公司 2019 年实现营业收入 328.97 亿元，同比增长 49.6%，归母净利润 52.8 亿元，同比增长 106.4%，扣非归母净利润 50.9 亿元，同比增长 117.4%。其中，Q4 实现营业收入 102.0 亿元，同比增长 39.5%，环比增长 18.9%，归母公司净利润 17.95 亿元，同比增长 107.12%。

公司 20Q1 归母净利润 18.6 亿元，同增 204.9%：2020Q1 实现营业收入 85.99 亿元，同比增长 50.6%，归母净利润 18.6 亿元，同比增长 204.9%，扣非归母 17.6 亿元，同比增长 195.4%。

19 年及 20Q1 业绩均为预告上限。

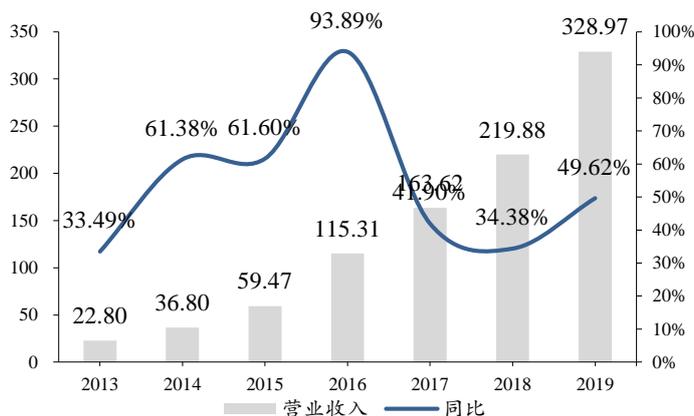
同时，公司发布 2020 年经营目标：1) 2020 年产能目标：单晶硅片年产能达到 75GW 以上，单晶组件产能达到 30GW 以上；2) 2020 年出货量目标：单晶硅片出货量目标 58GW (含自用)，组件出货量目标 20GW (含自用)；3) 2020 年收入目标：2020 年计划实现营业收入 496 亿元。4) 公司历年目标一般情况均超额完成：2019 年营收 328.97 亿元 (目标 300 亿元)，2018 年营收 219.88 亿元 (目标 245 亿元，531 影响略低于目标)，2017 年营收 163.62 亿元 (目标 135 亿元)。

表 1：2019 年收入 328.97 亿元，同比增长 49.6%；盈利 52.80 亿元，同比增长 106.40%

隆基股份	2019	2018	同比	2019Q4	同比	环比	2020Q1	同比
营业收入	328.97	219.88	49.6%	102.04	39.5%	18.9%	85.99	50.6%
毛利率	28.9%	22.2%	6.7pct	31.7%	9.4pct	1.8pct	31.9%	8.3pct
营业利润	62.98	28.69	119.5%	20.32	101.1%	11.7%	22.69	206.3%
利润总额	62.47	28.67	117.9%	20.21	101.2%	11.4%	22.60	204.3%
归属母公司净利润	52.80	25.58	106.4%	17.95	107.1%	21.7%	18.64	204.9%
扣非归母净利润	50.94	23.44	117.3%	16.83	123.1%	19.0%	17.61	195.4%
归母净利率	16.0%	11.6%	4.4pct	17.6%	5.7pct	0.4pct	21.7%	11.0pct
股本	37.72	27.91	-	37.72	-	-	37.72	-
EPS	1.40	0.92	52.7%	0.48	53.2%	21.8%	0.49	125.6%

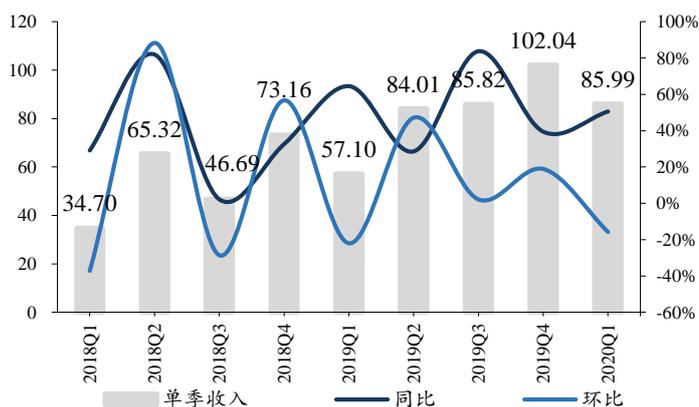
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2019 年收入 328.97 亿元，同比+49.62%



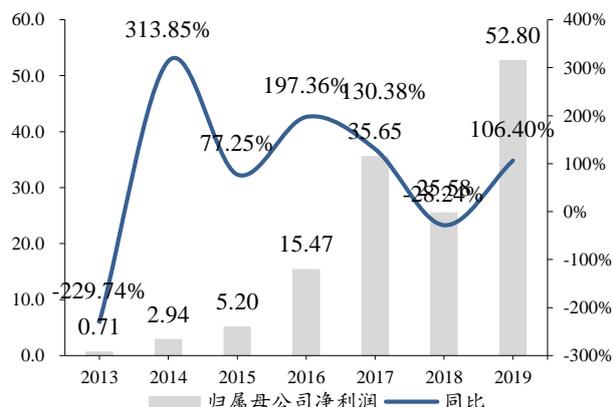
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：19Q4 收入 102.04 亿元，同比+39.47%；20Q1 营收 85.99 亿元，同比+50.6%



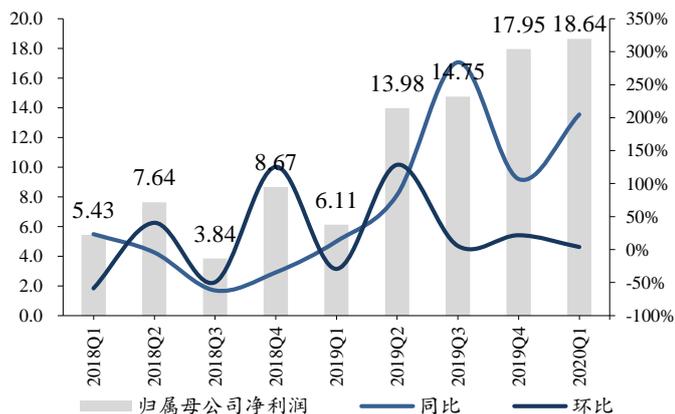
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2019 年归母净利润 52.8 亿元，同比+106.40%



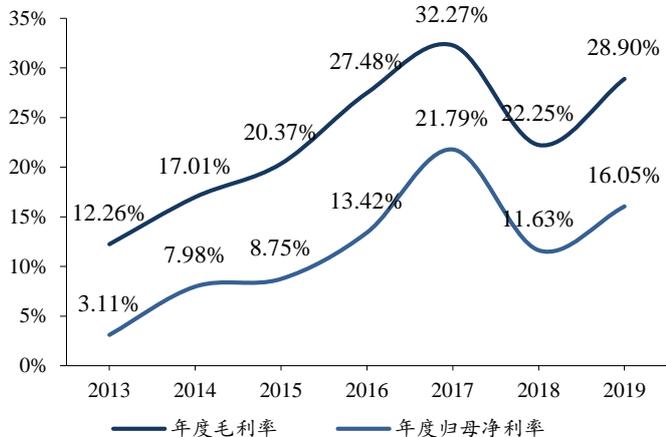
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：19Q4 归母净利润 17.95 亿元，同比+107.12%；20Q1 归母净利润 18.64 亿元，同比+204.9%



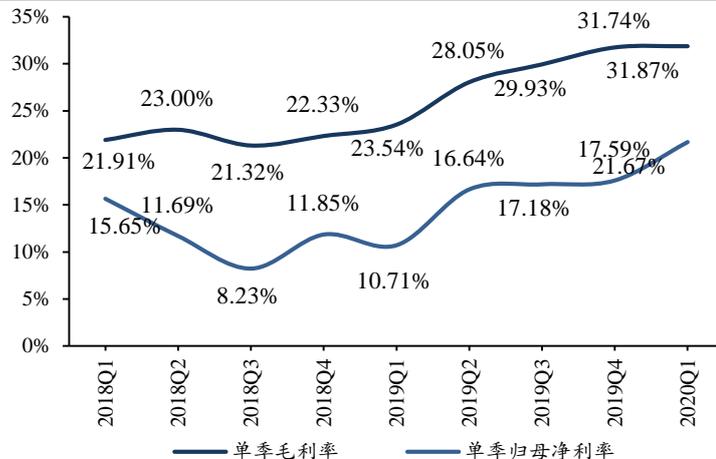
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2019 年毛利率、净利率同比+6.65、+4.41pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6：19Q4 毛利率、净利率同比+9.41、+5.75pct；
20Q1 毛利率、净利率同比+8.3、+11.0pct；



数据来源：WIND，东吴证券研究所

硅片量利双升:2019 年,公司实现单晶硅片对外销售 47.02 亿片,同比增长 139.17%,自用 18.46 亿片。2019 年公司硅片销售均价为 3.1 元/片,同比下跌 15%左右,但由于硅料价格下跌叠加非硅成本下降(拉晶非硅成本同比下降 25.46%,切片非硅成本同比下降 26.5%),公司硅片毛利率同比大幅提升 16 个百分点至 32.2%。

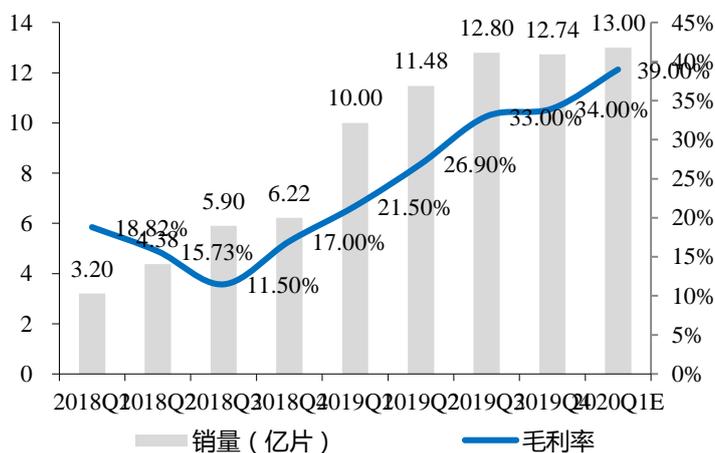
2020 年 Q1 公司硅片出货 21 亿片,同比增长 70%,外销 13.5 亿片,同比增长 35%。结构方面,公司一季度硅片结构改善明显,出货结构中 156: 158: 166 的比例为 20%: 55%: 25%,158 及 166 硅片定价高 2-4 毛/片,成本相差不大,盈利能力显著优于 156 尺寸硅片,叠加非硅成本进步下降至 0.72~0.75 元/片左右,毛利率创历史新高,达到 39.1%。

组件海外占比持续提升,盈利能力卓越:2019 年公司实现单晶组件对外销售 7,394MW,同比增长 23.43%,自用 971MW。组件全球市占率快速提升至 7%,海外销售达到 4,991MW,同比增长 154%。虽然 2019 年国内装机同比下滑 30%至 30GW,国内市场组件价格下降约 20%,但公司 2019 年组件销售均价仅同比下降 11.9%,这主要是由于 1) 公司海外销售占比 67.5%,并且价格最高的美国市场销售占海外市场比例为 22%; 2) 双面组件占比为 20%+。基于成本下降超预期+价格下降幅度较小,公司 2019 年组件业务毛利率为 25.2%,同比提升 1.4 个百分点。

2020 年 Q1 公司实现组件销售 2GW 左右,同比增长 53.8%,其中美国市场出货比例在 20%+,双面占比接近 40%,因此在组件价格在含税 2.2 元/W 左右,环比略增,毛利率由于本年执行新收入准则,将运杂费计入成本,因此毛利率为 22.8%,环比略降 2.2 个百分点。

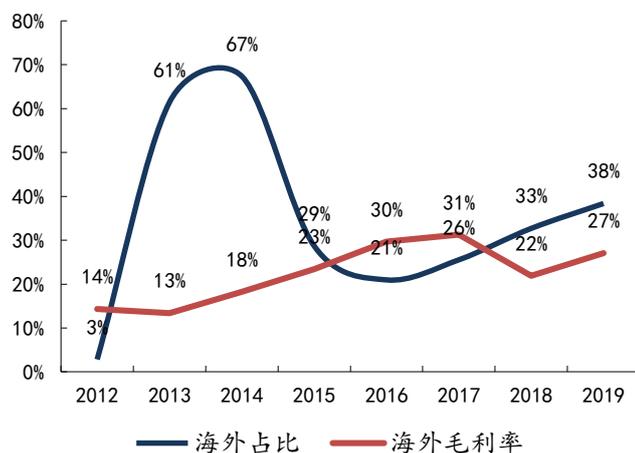
依托于从前端硅材料到下游组件的全产业链优势，公司不断将积累的大量领先研发成果导入量产环节，保证了公司产品的高效率、高可靠性和高收益，“LONGi”品牌在全球单晶硅片及组件领域的品牌影响力持续提升。

图 7: Q1 硅片销量 13 亿片，毛利率 39%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 公司海外占比和毛利率双升



数据来源：WIND，东吴证券研究所

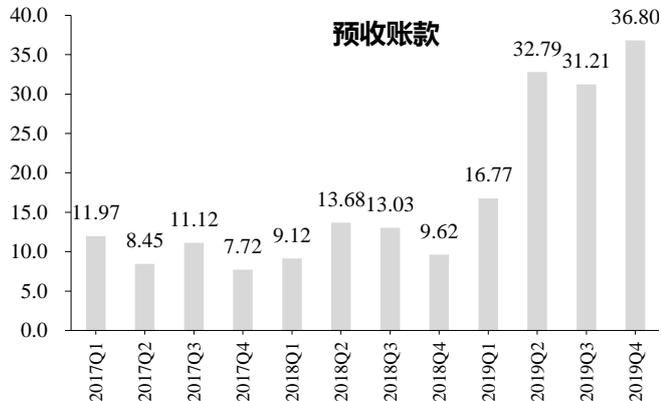
现金流大幅改善，经营效率提升：公司 2019 年经营活动产生的现金流净额为 81.58 亿元，同比增长 595.34%，其中 19 年 Q4 经营活动现金流净额为 41.44 亿元，同比增长 36 倍，环比增长 161.1%。2020Q1 受疫情影响，发货受到影响，在途组件环比增加了 400MW，因此经营活动产生的现金流净额为-5.36 亿元。公司 19 年现金流大幅改善的主要原因：1) 公司海外业务收入占比同比提升 5 个百分点至 38%，同时产品竞争力提升，收现比提升，其中 2019Q4 收现比 95.3%，创历史新高；(2) 加大对应收账款的管理，应收周转次数同比提升 2.73 至 8.04。

图 9: 19 现金净流入 81.58 亿元，同比增长 595.34%



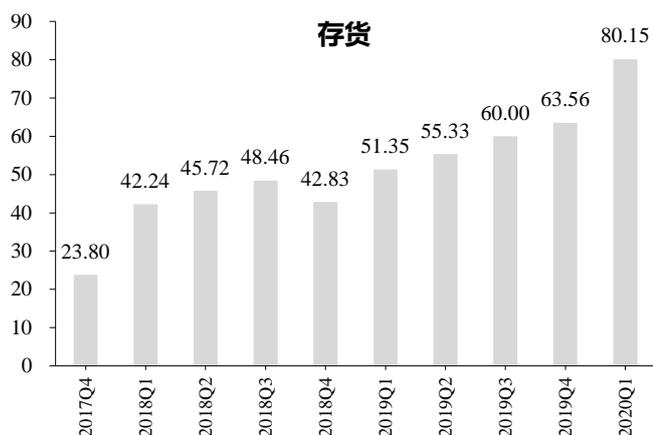
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10: 期末预收款项 36.8 亿元，同比+282.34%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11: 期末存货 63.56 亿元, 较期初+20.74 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

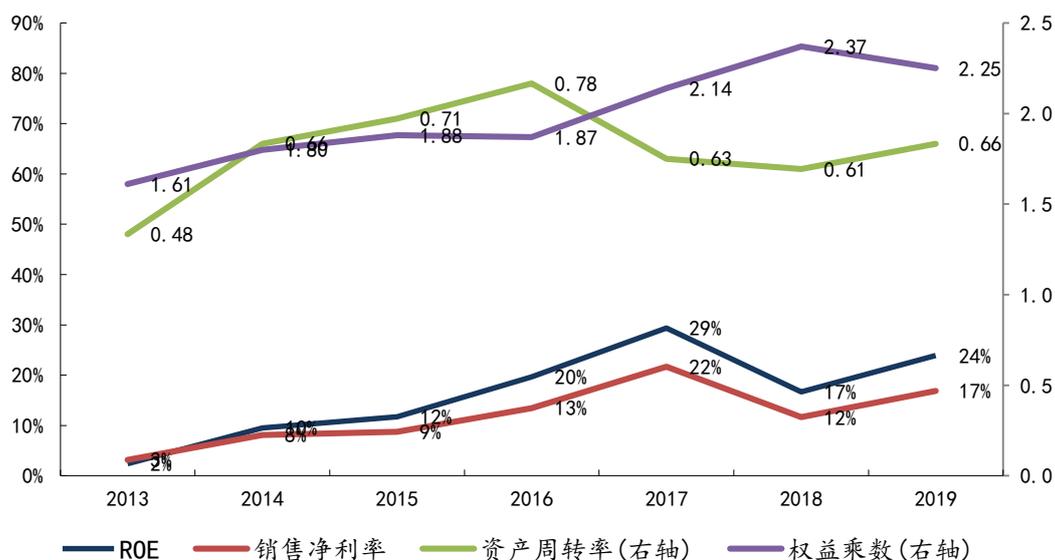
图 12: 期末应收账款 38.26 亿元, 较期初-5.37 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利能力优秀, ROE 稳步提升: 由于公司优秀的降本能力叠加大硅片占比提升, 公司 2020Q1 硅片毛利率约为 39%, 同比提升 17~18 个百分点, 环比提升 5~6 个百分点。同时公司 2019 年在资产负债率同比下降 5.3 个百分点的情况下, ROE 同比提升 7 个百分点至 24%, 主要是由于净利率 (17%, 同比提升 5pct) 及资产周转率 (0.66, 同比提升 0.05) 的提升。

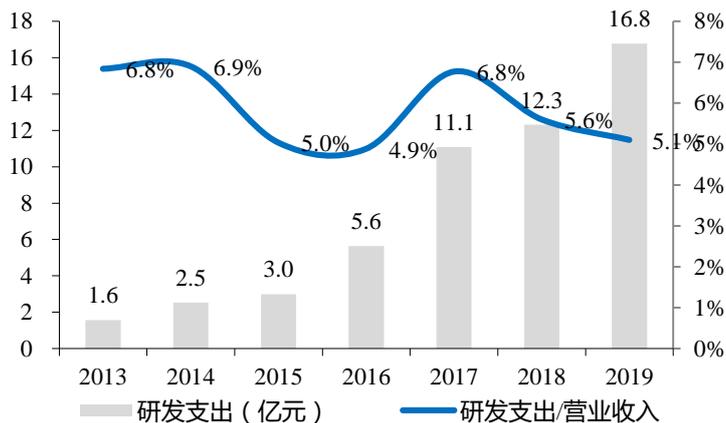
图 13: 19 年公司 ROE24%, 同比+5pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

持续高研发投入，转换效率稳步提升：公司 2019 年度继续加大研发投入力度，全年研发投入 16.8 亿元，占营业收入比例达 5.1%。2019 年公司单晶 PERC 电池转换效率最高水平达到 24.06%，打破了行业此前认为的 PERC 电池 24% 的效率瓶颈。公司组件转换效率已达到 22.38%，亦刷新世界纪录。

图 14：19 研发支出 16.8 亿元，占营收比 5.1%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：公司 PERC 电池转换效率屡次刷新世界纪录

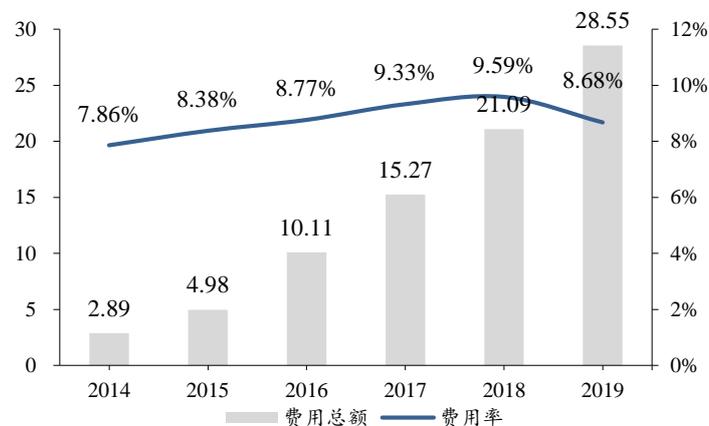
时间	PERC 电池实验室效率	
2017 年 4 月	22.17%	
2017 年 9 月	22.43%	
2017 年 10 月	22.71%	世界纪录
2017 年 10 月	23.26%	世界纪录
2018 年 2 月	23.60%	世界纪录
2019 年 1 月	24.06%	世界纪录

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

当前虽海外疫情仍有不确定性，3 月组件出口已开始修复，出口量 7.49GW，环比大增 164.9%，上周欧美已逐步开始复工，部分国家需求开始修复，本周产业链调研反馈需求均明显恢复，对后市展望开始乐观，并且龙头公司在逆境中所体现的盈利韧性凸显，单晶今年碾压多晶，隆基单晶硅片 58GW 和组件 20GW 目标将顺利实现。

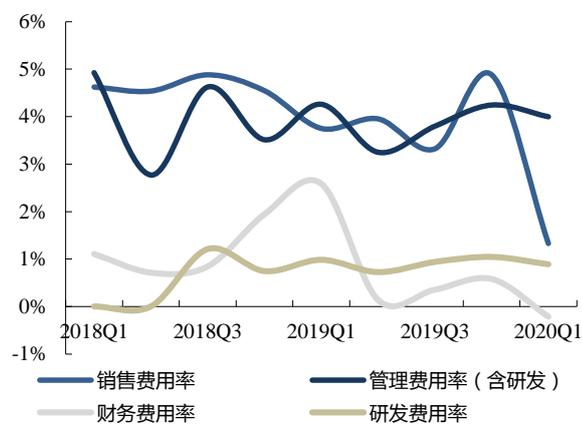
公司 2019 年费用同比增长 35.36% 至 28.55 亿元，期间费用率下降 0.91 个百分点至 8.68%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 30.71%、上升 54.63%、上升 50.71%、下降 6.47% 至 13.3 亿元、12.75 亿元、3.04 亿元、2.5 亿元；费用率分别下降 0.58、上升 0.13、上升 0.01、下降 0.46 个百分点至 4.04%、3.88%、0.92%、0.76%。Q4，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+49.77%/+68.58%/+95.55%/-58.28%，费用率分别为 4.88%/4.24%/1.04%/0.58%。20Q1，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-46.60%/+41.29%/+36.12%/-112.33%，费用率分别为 1.33%/4.00%/0.89%/-0.21%。销售费用大幅下降的原因在于本年开始执行新收入准则后，将运杂费计入生产成本。财务费用大幅下降的原因在于汇兑损益。

图 16: 2019 年期间费用 28.85 亿元, 同比+35.36%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 17: 19Q4 期间费用率 9.71%, 同比-2.94pct;
20Q1 期间费用率 5.12%, 同比-51.75pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 20-22 年业绩为: 65.70、79.08、94.14 亿元, 同比+24.4%、+20.4%、+19.0%, 对应 EPS 为 1.74/2.10/2.50。目标价 38.28 元, 对应 20 年 22 倍 PE, 维持“买入”评级。目标市值 1300-1500 亿

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

隆基股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	37366.5	57479.2	73622.1	92126.9	营业收入	32897.5	48499.5	58066.7	68701.8
现金	19335.8	26660.7	34732.7	43160.6	减:营业成本	23389.4	37002.2	44624.1	53038.4
应收账款	8379.1	15945.1	20681.3	26351.4	营业税金及附加	178.4	436.5	522.6	343.5
存货	6356.1	10137.6	12837.1	15984.2	营业费用	1329.7	1261.0	1277.5	1374.0
其他流动资产	3295.5	4735.9	5371.0	6630.8	管理费用	986.7	2190.7	2447.0	2756.2
非流动资产	21937.4	26133.7	28935.3	31368.6	财务费用	249.6	219.8	332.1	393.3
长期股权投资	1074.2	1415.2	1756.2	2097.2	资产减值损失				
固定资产	15467.3	19330.7	21799.4	23900.0	加:投资净收益	240.0	200.0	240.0	288.0
在建工程					其他收益	-705.7	244.7	330.8	151.7
无形资产	245.2	237.0	228.8	220.6	营业利润	6297.8	7834.1	9434.2	11235.9
其他非流动资产	5150.8	5150.8	5150.8	5150.8	加:营业外净收支	-50.9	25.0	25.0	25.0
资产总计	59304.0	83613.0	102557.4	123495.6	利润总额	6246.9	7859.1	9459.2	11260.9
流动负债	24619.8	37948.5	46811.3	56199.6	减:所得税费用	689.8	943.1	1135.1	1351.3
短期借款	2425.9	3000.0	3600.0	4320.0	少数股东损益	277.6	345.8	416.2	495.5
应付账款	13713.9	24837.1	29953.2	35601.1	归属母公司净利润	5279.6	6570.2	7907.9	9414.1
其他流动负债	8480.1	10111.4	13258.1	16278.5	EBIT	7207.3	8053.9	9726.3	11541.3
非流动负债	6389.3	11289.3	14052.5	16890.1	EBITDA	8561.1	9862.6	11964.8	14258.6
长期借款	2508.6	3508.6	4508.6	5508.6					
其他非流动负债	3880.7	7780.7	9543.9	11381.6	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	31009.2	49237.8	60863.9	73089.8	每股收益(元)	1.40	1.74	2.10	2.50
少数股东权益	666.0	964.6	1324.0	1751.9	每股净资产(元)	7.32	8.86	10.70	12.90
归属母公司股东权益	27628.8	33410.6	40369.5	48653.9	发行在外股份(百万股)	3772.0	3772.0	3772.0	3772.0
负债和股东权益	59304.0	83613.0	102557.4	123495.6	ROIC(%)	22.0%	22.4%	28.6%	30.8%
					ROE(%)	19.1%	19.7%	19.6%	19.3%
					毛利率(%)	28.9%	23.7%	23.2%	22.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	16.0%	13.5%	13.6%	13.7%
经营活动现金流	8158.2	9181.8	11661.0	12188.3	资产负债率(%)	52.3%	58.9%	59.3%	59.2%
投资活动现金流	-2752.9	-5642.5	-5240.1	-5350.7	收入增长率(%)	49.6%	47.4%	19.7%	18.3%
筹资活动现金流	4560.0	3785.7	1651.1	1590.3	净利润增长率(%)	106.4%	24.4%	20.4%	19.0%
现金净增加额	9895.2	7325.0	8072.0	8427.8	P/E	20.11	16.16	13.43	11.28
折旧和摊销	1353.8	1808.7	2238.5	2717.4	P/B	3.84	3.18	2.63	2.18
资本开支	-3025.9	-5301.5	-4899.0	-5009.7	EV/EBITDA	16.02	15.76	13.96	12.57
营运资本变动	3539.2	304.2	955.2	-571.1					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

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

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>

