

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 113.24 元

目标价格 (人民币): 138.00 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 37.72 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 37.72 |
| 总市值(亿元) | 4,271.15 |
| 年内股价最高最低(元) | 123.00/22.07 |
| 沪深 300 指数 | 5377 |
| 上证指数 | 3505 |



组件业务持续发力，汇兑、减值小幅拖累 Q4 业绩

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 21,988 | 32,897 | 56,505 | 87,543 | 107,912 |
| 营业收入增长率 | 34.4% | 49.6% | 71.8% | 54.9% | 23.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 2,558 | 5,280 | 8,480 | 11,581 | 14,520 |
| 归母净利润增长率 | -28.24% | 106.40% | 60.63% | 36.56% | 25.38% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.917 | 1.400 | 2.248 | 3.070 | 3.849 |
| 净资产收益率(%) | 15.55% | 19.11% | 23.47% | 24.27% | 23.33% |
| 总股本(百万股) | 2,791 | 3,772 | 3,772 | 3,772 | 3,772 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现净利润 82~86 亿元，同比增长 55%~63%，扣非 77.8~81.8 亿元，同比增长 53%~61%，符合预期。

经营分析

- **Q4 出货高歌猛进，然单季净利润受辅材涨价、汇兑损失、资产减值等因素拖累，环比略降：**根据能源局公布数据，2020Q4 国内新增并网光伏装机达 29.5GW，即使考虑部分项目未全容量并网，我们预计公司 Q4 组件、硅片出货及收入仍保持着环比显著增长的趋势。然而受到 Q4 光伏玻璃价格超预期大涨、人民币汇率大幅升值、Q4 国内出货占比提升等因素影响，预计 Q4 公司组件业务利润率环比呈现下降，致公司 Q4 单季净利润出现环比下滑。此外，考虑到过去一年光伏产品尺寸快速变化、且公司收购的越南光伏在 2020H2 并表，推测公司或将在 2020 年底对部分小尺寸/低效产能固定资产进行集中减值处理，这也是我们认为公司本次业绩预告范围上限刚刚达到我们此前 86 亿净利润预测值的最可能的主要原因。
- **全年组件出货突破 20GW，首次问鼎全球第一，供应链优势助力公司组件业务 2021 年继续攻城略地：**根据 PVInfoLink 统计，公司组件出货超 20GW，首次问鼎全球第一，测算公司 2020 年组件全球市占率约 17% (2019 年约 7%)，在硅料、大尺寸玻璃供给持续紧张背景下，公司过去几年在供应链端的前瞻布局将开始收获，助力公司 2021 年组件市占率向 25% 以上迈进。
- **海外需求确定性高、国内央企投资积极性提升、玻璃价格逐步回归，组件业务全年盈利有望好于预期：**在去年全球低利率环境下锁定融资的大量海外项目今年建设确定性较高、国内央企则因各种原因显著降低光伏项目投资预期收益率的背景下，2021 年全球需求和投资商对组件价格的容忍度可能都将好于预期，叠加玻璃等辅材随产能释放价格逐步回归合理，公司组件业务在出货量继续高歌猛进之外，盈利能力也有望呈现修复趋势和超预期表现。
- **硅片利润将部分向上下游转移，但公司仍将保持健康毛利率：**在单晶硅片产能持续增长且将在今年首次超过终端需求及硅料产能的背景下，硅片环节部分超额利润向相对紧缺的硅料端让渡符合产业规律，但考虑到投产节奏、产能爬坡、老旧产能退出等因素，硅片环节今年的实际过剩幅度我们预计仍在 20% 以内，公司凭借各项优势仍有望维持年均 25% 以上的健康毛利率水平。

盈利调整与投资建议

- 我们微调公司 2020-2022E 年净利润预测至 85 (-1.4%)、116 (+1.6%)、145 (+3.8%) 亿元，对应 EPS 分别为 2.25、3.07、3.85 元，上调目标价至 138 元，对应 45x2021PE，并维持“买入”评级。

风险提示：疫情超预期恶化，国际贸易环境恶化，竞争加剧程度超预期。

相关报告

1. 《预收、现金流暴增亮眼，供应链优势有望放大-隆基股份 2020 三...》，2020.11.1
2. 《提升硅料供应保障，分享上游利润、巩固优势-隆基股份与通威合作...》，2020.9.27
3. 《组件业务开始发力，持续稳定超额利润可期-隆基股份 2020 半年...》，2020.8.28
4. 《光伏龙一再迎戴维斯双击，上调目标价-隆基股份点评报告》，2020.7.9
5. 《继续飞奔在盈利增长的快车道上-隆基股份 2019 年&2020 一...》，2020.4.23

姚遥

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

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 主营业务收入 | 16,362 | 21,988 | 32,897 | 56,505 | 87,543 | 107,912 | 货币资金 | 8,546 | 7,708 | 19,336 | 22,789 | 36,193 | 44,520 |
| 增长率 | | 34.4% | 49.6% | 71.8% | 54.9% | 23.3% | 应收款项 | 6,426 | 9,148 | 9,504 | 19,978 | 31,306 | 39,129 |
| 主营业务成本 | -11,082 | -17,096 | -23,389 | -42,889 | -68,236 | -84,242 | 存货 | 2,380 | 4,283 | 6,356 | 8,278 | 13,281 | 16,531 |
| % 销售收入 | 67.7% | 77.8% | 71.1% | 75.9% | 77.9% | 78.1% | 其他流动资产 | 1,574 | 1,762 | 2,170 | 2,146 | 3,414 | 4,214 |
| 毛利 | 5,280 | 4,892 | 9,508 | 13,617 | 19,307 | 23,670 | 流动资产 | 18,927 | 22,901 | 37,367 | 53,191 | 84,193 | 104,394 |
| % 销售收入 | 32.3% | 22.2% | 28.9% | 24.1% | 22.1% | 21.9% | % 总资产 | 57.6% | 57.7% | 63.0% | 68.2% | 73.4% | 73.9% |
| 营业税金及附加 | -152 | -117 | -178 | -226 | -350 | -432 | 长期投资 | 607 | 869 | 1,122 | 1,123 | 1,122 | 1,122 |
| % 销售收入 | 0.9% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 12,185 | 14,116 | 18,349 | 22,404 | 27,957 | 34,210 |
| 营业费用 | -664 | -1,017 | -1,330 | -1,130 | -1,663 | -2,050 | % 总资产 | 37.1% | 35.6% | 30.9% | 28.7% | 24.4% | 24.2% |
| % 销售收入 | 4.1% | 4.6% | 4.0% | 2.0% | 1.9% | 1.9% | 无形资产 | 867 | 1,197 | 1,227 | 1,308 | 1,382 | 1,450 |
| 管理费用 | -664 | -825 | -971 | -2,006 | -3,064 | -3,723 | 非流动资产 | 13,956 | 16,758 | 21,937 | 24,836 | 30,462 | 36,784 |
| % 销售收入 | 4.1% | 3.8% | 3.0% | 3.6% | 3.5% | 3.5% | % 总资产 | 42.4% | 42.3% | 37.0% | 31.8% | 26.6% | 26.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,800 | 2,933 | 7,029 | 10,255 | 14,229 | 17,465 | 资产总计 | 32,884 | 39,659 | 59,304 | 78,027 | 114,655 | 141,179 |
| % 销售收入 | 23.2% | 13.3% | 21.4% | 18.1% | 16.3% | 16.2% | 短期借款 | 2,172 | 1,824 | 2,426 | 3,703 | 11,415 | 12,054 |
| 财务费用 | -198 | -267 | -250 | 39 | -97 | -129 | 应付款项 | 9,630 | 11,880 | 21,292 | 26,750 | 42,439 | 52,381 |
| % 销售收入 | 1.2% | 1.2% | 0.8% | -0.1% | 0.1% | 0.1% | 其他流动负债 | 538 | 1,174 | 902 | 1,757 | 2,543 | 3,162 |
| 资产减值损失 | -207 | -728 | -563 | -1,009 | -797 | -784 | 流动负债 | 12,340 | 14,878 | 24,620 | 32,210 | 56,397 | 67,597 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 1,656 | 2,659 | 2,509 | 2,509 | 2,709 | 2,909 |
| 投资收益 | 582 | 794 | 240 | 650 | 300 | 500 | 其他长期负债 | 4,644 | 5,297 | 3,881 | 6,211 | 6,521 | 6,725 |
| % 税前利润 | 14.5% | 27.7% | 3.8% | 6.5% | 2.2% | 2.9% | 负债 | 18,640 | 22,834 | 31,009 | 40,929 | 65,627 | 77,230 |
| 营业利润 | 3,996 | 2,869 | 6,298 | 10,035 | 13,635 | 17,052 | 普通股股东权益 | 14,195 | 16,452 | 27,629 | 36,132 | 47,712 | 62,233 |
| 营业利润率 | 24.4% | 13.1% | 19.1% | 17.8% | 15.6% | 15.8% | 少数股东权益 | 49 | 373 | 666 | 966 | 1,316 | 1,716 |
| 营业外收支 | 22 | -2 | -51 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 32,884 | 39,659 | 59,304 | 78,027 | 114,655 | 141,179 |
| 税前利润 | 4,018 | 2,867 | 6,247 | 10,035 | 13,635 | 17,052 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 24.6% | 13.0% | 19.0% | 17.8% | 15.6% | 15.8% | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | -468 | -301 | -690 | -1,254 | -1,704 | -2,131 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 11.7% | 10.5% | 11.0% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 每股收益 | 1.788 | 0.917 | 1.400 | 2.248 | 3.070 | 3.849 |
| 净利润 | 3,549 | 2,567 | 5,557 | 8,780 | 11,931 | 14,920 | 每股净资产 | 7.119 | 5.895 | 7.325 | 9.579 | 12.649 | 16.499 |
| 少数股东损益 | -15 | 9 | 278 | 300 | 350 | 400 | 每股经营现金净流 | 0.623 | 0.420 | 2.147 | 1.366 | 3.829 | 4.807 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,565 | 2,558 | 5,280 | 8,480 | 11,581 | 14,520 | 每股股利 | 0.130 | 0.045 | 0.100 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 21.8% | 11.6% | 16.0% | 15.0% | 13.2% | 13.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 25.11% | 15.55% | 19.11% | 23.47% | 24.27% | 23.33% |
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 总资产收益率 | 10.84% | 6.45% | 8.90% | 10.87% | 10.10% | 10.29% |
| 净利润 | 3,549 | 2,567 | 5,557 | 8,780 | 11,931 | 14,920 | 投入资本收益率 | 15.82% | 10.66% | 17.32% | 18.42% | 18.16% | 18.13% |
| 少数股东损益 | -15 | 9 | 278 | 300 | 350 | 400 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 937 | 1,929 | 1,989 | 2,936 | 3,430 | 4,322 | 主营业务收入增长率 | 41.90% | 34.38% | 49.62% | 71.76% | 54.93% | 23.27% |
| 非经营收益 | -384 | -406 | 104 | -148 | 290 | 284 | EBIT增长率 | 76.73% | -22.83% | 129.30% | 52.49% | 38.76% | 22.74% |
| 营运资金变动 | -2,860 | -2,917 | 447 | -6,418 | -1,209 | -1,394 | 净利润增长率 | 130.38% | -28.24% | 106.40% | 60.63% | 36.56% | 25.38% |
| 经营活动现金净流 | 1,242 | 1,173 | 8,097 | 5,151 | 14,441 | 18,133 | 总资产增长率 | 71.52% | 20.60% | 49.53% | 31.57% | 46.94% | 23.13% |
| 资本开支 | -3,945 | -3,823 | -2,684 | -5,975 | -8,709 | -10,410 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 5 | 434 | 183 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 69.4 | 68.8 | 45.4 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 其他 | 165 | 220 | -252 | 650 | 300 | 500 | 存货周转天数 | 59.2 | 71.1 | 83.0 | 73.0 | 74.0 | 75.0 |
| 投资活动现金净流 | -3,774 | -3,169 | -2,753 | -5,326 | -8,409 | -9,910 | 应付账款周转天数 | 91.5 | 78.3 | 73.2 | 78.0 | 78.0 | 78.0 |
| 股权募资 | 63 | 308 | 4,594 | 23 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 241.0 | 220.1 | 171.6 | 126.7 | 104.5 | 107.0 |
| 债权募资 | 4,962 | 766 | -198 | 3,883 | 7,912 | 839 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -322 | -768 | 94 | -277 | -540 | -734 | 净负债/股东权益 | -11.02% | 0.22% | -47.38% | -30.14% | -34.01% | -37.78% |
| 筹资活动现金净流 | 4,703 | 305 | 4,490 | 3,628 | 7,372 | 105 | EBIT利息保障倍数 | 19.2 | 11.0 | 26.9 | -264.8 | 146.0 | 135.5 |
| 现金净流量 | 2,171 | -1,691 | 9,834 | 3,453 | 13,404 | 8,327 | 资产负债率 | 56.68% | 57.58% | 52.29% | 52.46% | 57.24% | 54.70% |

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 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3 | 11 | 32 | 66 | 111 |
| 增持 | 0 | 0 | 5 | 12 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.14 | 1.15 | 1.00 |

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2020-01-17 | 买入 | 28.45 | 36.00 |
| 2 | 2020-02-24 | 买入 | 33.90 | 46.00 |
| 3 | 2020-04-16 | 买入 | 25.24 | 46.00 |
| 4 | 2020-04-23 | 买入 | 28.15 | 46.00 |
| 5 | 2020-07-09 | 买入 | 46.13 | 56.00~56.00 |
| 6 | 2020-08-28 | 买入 | 60.60 | 75.00 |
| 7 | 2020-09-27 | 买入 | 71.12 | 90.00 |
| 8 | 2020-11-01 | 买入 | 75.99 | 90.00 |

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|---------------------------|---|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 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 |