

隆基 VS 中环，2021 年 4 月跟踪

光伏硅片产业链深度梳理

今天，我们继续跟踪硅片行业的近况。包括业绩、产能、出货、新场景布局（BIPV、光伏制氢）几大方面的情况，我们都做一下跟踪。

2021 年 1 月 29 日，隆基发布 2020 年业绩预告，预计全年实现归母净利润 82-86 亿元（同比增长 55.30%-62.88%），符合预期；实现扣非归母净利润 77.80-81.80 亿元，（同比增长 52.73%-60.58%）。Q4 单季度，预计实现归母净利润 18.4-22.4 亿元，（同比增长 2.7%-24.9%），环比下降 17.7%至增长 0.1%。

3 月 11 日，中环发布年度报告，2020 年，其实现营业收入 190.6 亿元（同比增长 12.8%）；净利润 14.8 亿元（同比增长 17.0%）；归母净利润 10.9 亿元（同比增长 20.5%）；经营性净现金流 28.6 亿元（同比增长 14%）。

从硅片产业的出货量看：

隆基股份——2020 年，出货量约 **59GW (105 亿片)**，同比增长 62.1%，市占率在 45%左右，同比提升 5 个百分点。其中，166 硅片占比快速提升，从一季度的 10%，提升至四季度的 40%以上，主要得益于国内外需求高景气以及产能释放。

中环股份——2020 年，光伏硅片出货 **63.33 亿片**，同比增长 24.9%，截止 2020 年底，硅片产能达到 55GW，其中 G12 硅片产能占比达到 40%。

从 Wind 机构一致预期收入来看：

隆基股份——2020-2022 年，机构一致预期收入规模大约为 550.19 亿元、836.6 亿元、1000.82 亿元，预期同比增速分别为 67.24%、52.06%、19.62%。根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重（16%）计算，一季度其收入需达到 133.86 亿元左右，同比增长 55.6%，才能符合市场预期。

中环股份——2021-2023 年，机构一致预期收入规模大约为 318.01 亿元、413.6 亿元、501.87 亿元，同比增速分别为 66.88%、30.06%、21.34%。根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重（22%）计算，一季度其收入需达到 70 亿元左右，同比增长 55%，才能符合市场预期。

从二者近期基金持仓情况来看：

隆基股份——2020 年兴全合润混合、兴全合宜混合 A、睿远成长价值混合 A 仓位缩减，广发基金，广发科技先锋、广发双擎升级、广发小盘成长有较大比例配置。

中环股份——广发科技先锋、广发双擎升级、广发小盘成长混合 A、华夏国证半导体芯片 ETF、国泰 CES 芯片 ETF 仓位有所减少。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 这个行业的出货情况，逻辑有没有什么变化？
- 2) 二者的关键经营数据，有何变动？

(壹)

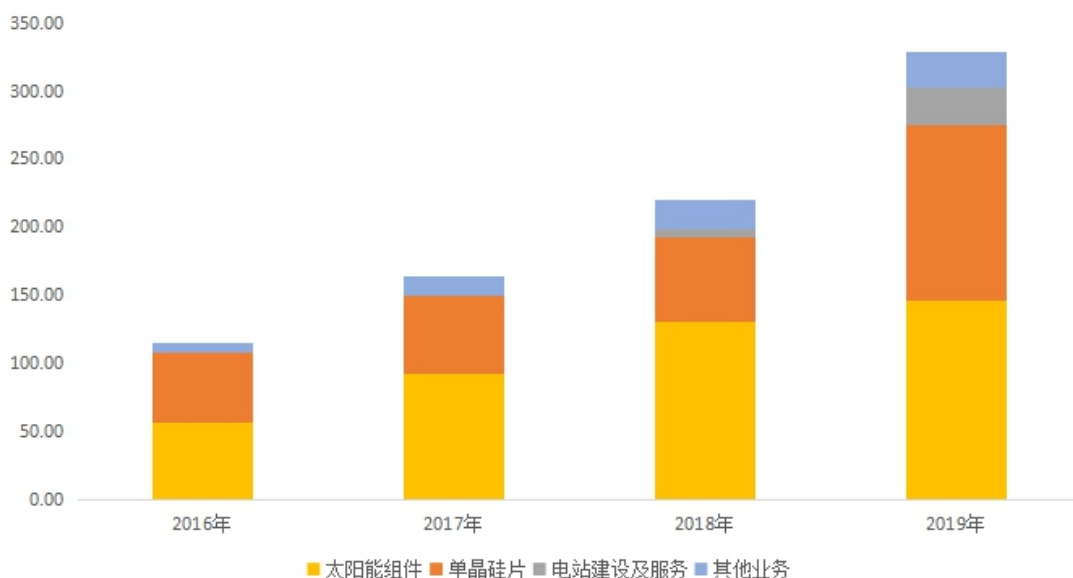
首先，我们先从收入体量和业务结构方面，对两家公司有一个大致了解。

以 2019 年收入比例为例，隆基股份（328 亿元）>中环股份（168 亿元）。

从收入构成看：

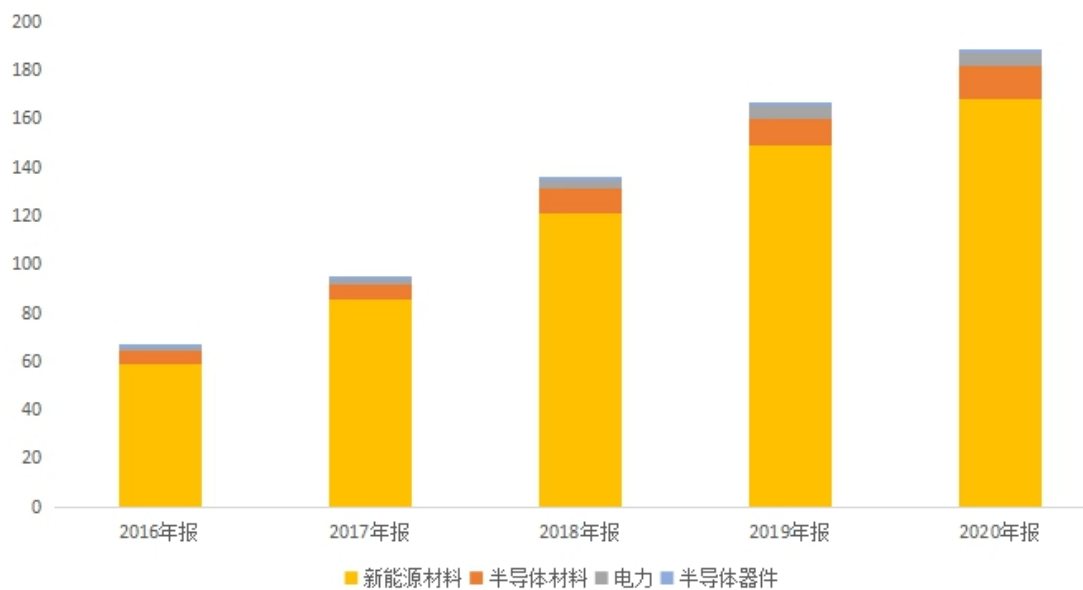
隆基股份——主要来自太阳能组件业务（占比 44.29%）、单晶硅片业务（占比 39.25%），还有电站建设业务（占比 8.61%）和其他业务（占比 7.85%），基本实现产业链一体化布局。

中环股份——以材料为主，包括硅片、组件（以硅片为主），合计占比 80%以上，其次是半导体材料硅片（6.5%）。



图：隆基股份收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

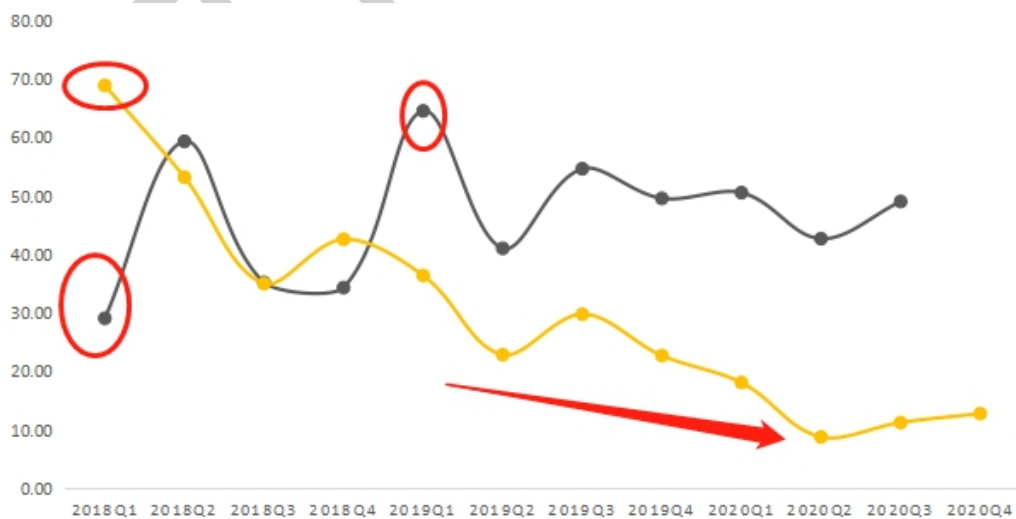


图：中环股份收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知其增长趋势：

1) 收入增长

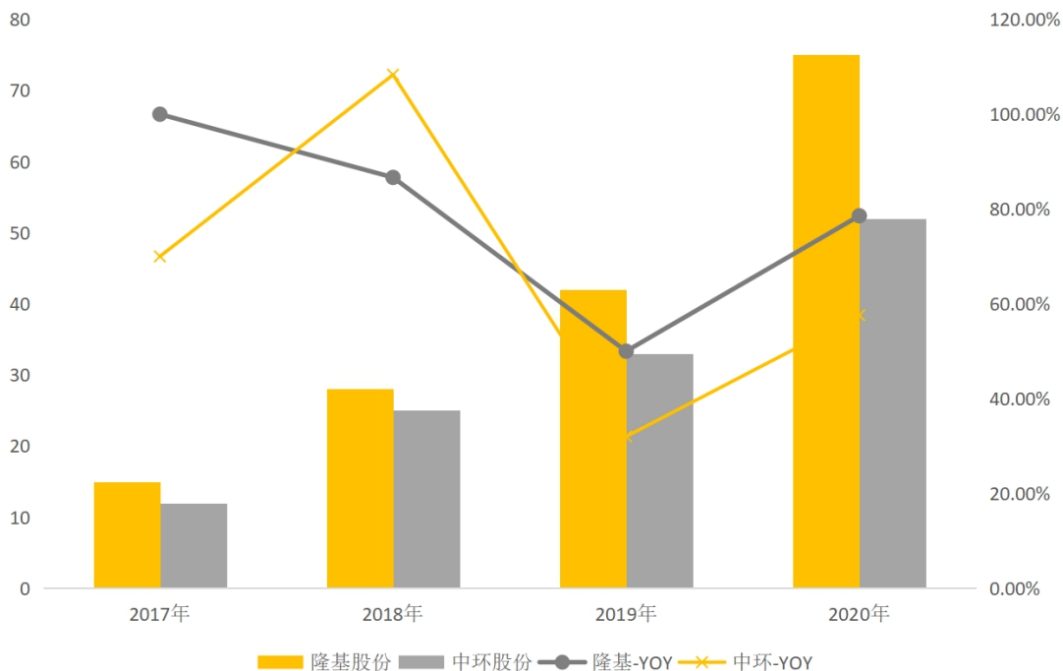


图：季报收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，隆基股份整体增速，明显高于中环股份。

这样的差异背后，一方面是隆基股份产能扩张更积极，其中，2019 年，隆基股份单晶硅片产能达到 42GW，近三年复合增速 67.3%，高于中环股份。另一方面是业务结构存在差异，隆基采取纵向一体化战略，其电站建设及服务业务、组件业务，增速较快。



图：硅片产能及增速（单位：GW、%）

来源：塔坚研究

我们将收入波动，拆开来看：

隆基股份——2018 年一季度是增速的低点。由于农历新年前大雪叠加新年假期，光伏开工率大面积受到影响，下游需求较为清淡。

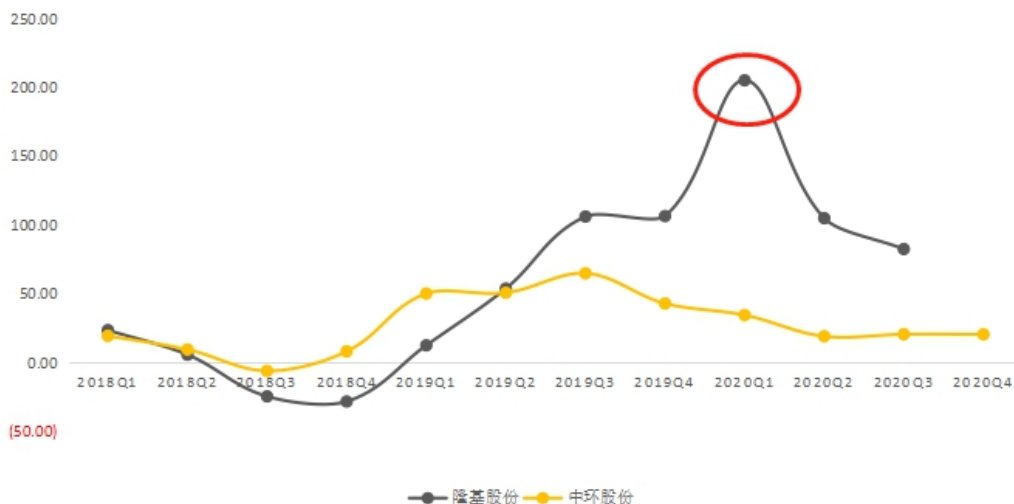
2018 年二季度，增速飙升，收入增速达到 80%，主要与产能投放有关。此外，单晶硅片降价加速对多晶的替代，使得单晶硅片、组件需求上升。2018 年上半年全球单晶占比 45%，国内单晶渗透率从 2017 年的 28% 提升至 54%。

不过，随后受 531 政策影响，硅片、组件等价格下降，2018 年下半年业绩增速均处于低位。2019 年一季度，随着产能释放，收入上升幅度较大。

中环股份——2018 年一二季度，增速较高，主要得益于光伏三期和四期项目转固所致，产能增加所致。2019 年之后增速有放缓趋势，与产能投放保守有关。

整体来看，两家的增长情况，都和产能释放节奏密切相关。

2) 利润增长



图：归母净利润增速

来源：塔坚研究

从归母净利润增长来看，2019 年一季度之前，隆基股份慢于中环股份，主要是 2018 年 531 新政影响较大，硅片、组件价格均下滑，隆基受政策影响更大。

之后，隆基利润增速反超，持续高于中环，主要是成本控制更具优势。此外，需要注意的是：

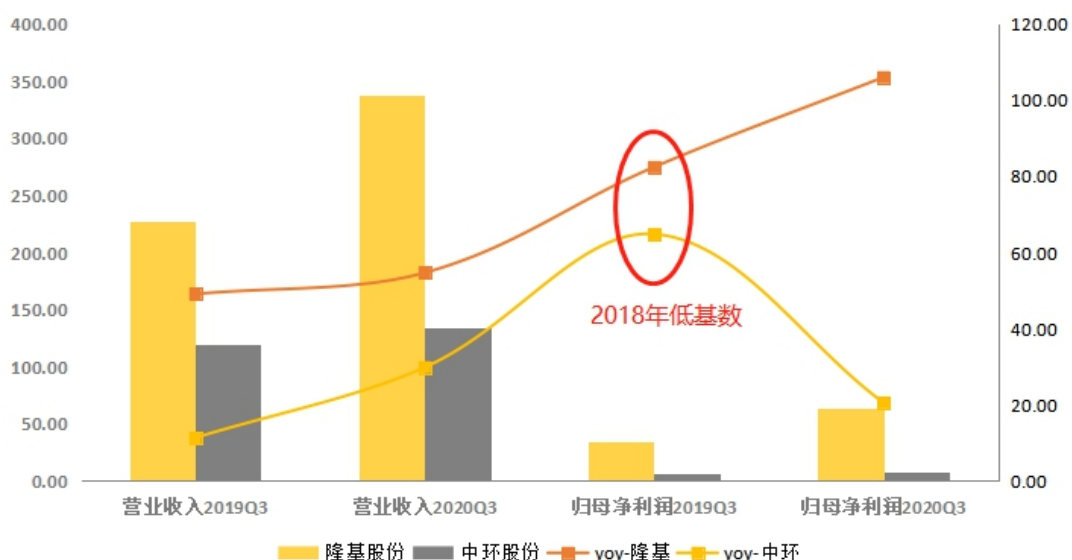
隆基股份——2020 年 Q1，利润增长超过 200%（图中红圈处）。主要是其产能扩张的同时，推动产品结构提升，出货结构中 158mm、166mm 占比迅速提升，二者相较 156 尺寸溢价明显，但成本相差不大。大硅片出货占比提升带动硅片业务毛利率达 37-39%，显著高于去年同期 22%左右的毛利率水平。之后，受卫生事件影响，利润增速有所放缓。

中环股份——2018 年 4 季度，中环股份利润率先恢复增长，增速快于隆基股份，主要是营业外收入增加，2018 年 6 月，其发行股份购买国电光伏 90%的股权，该并购属于非同一控制下企业合并，根据企业会计准则中企业合并的规定，合并日合并成本小于被合并方可辨认净资产公允价值份额的金额 3.75 亿元，确认营业外收入。

此外，2019 年一季度得益于管理费用下降（人工费、安全生产费等），维持较高的利润增速。2019 年三季度受低基数影响，利润增幅均较大。

(贰)

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看看 2020 年三季报数据。（由于隆基年报还未发布，此处暂时以较新的季报对比，待年报披露完全后，我们再做更新）



图：三季报业绩对比

来源：塔坚研究

隆基股份——2020 年三季报，前三个季度实现营业收入 338.32 亿元，同比增长 49.08%；归母净利 63.57 亿元，同比增长 82.44%。

毛利率为 27.84%，同比上升 0.21 个百分点，净利率 19.3%，同比上升 3 个百分点。

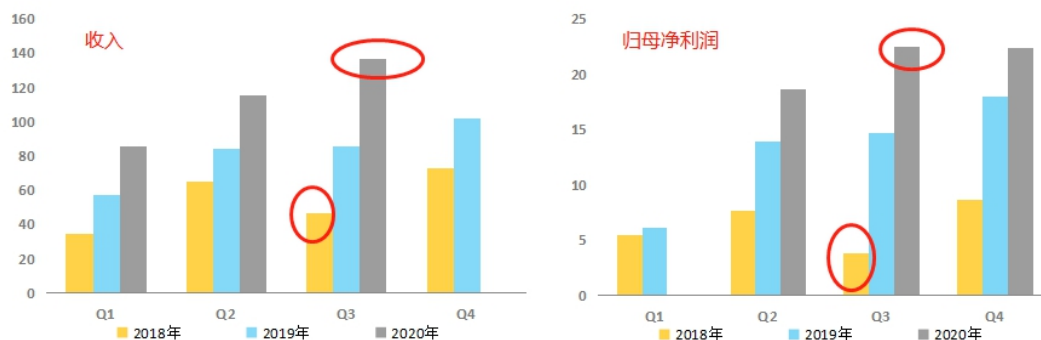
利润率上升，主要是期间费用率（5.74%），同比下降 2.48 个百分点导致。其中由于本期执行新收入准则，运费不再计入销售费用，以及上期隆基可转债转股完成，利息支出减少。

其中，如果仅看单季度——2020 年 Q3 实现营收 136.91 亿元，同比增长 59.53%；实现归母净利 22.4 亿元，同比增长 51.93%。业绩增长，主要是卫生事件之后，国内外需求快速恢复、国内抢装，以及产能释放所致。

如果展望整年业绩——根据近期发布的 2020 年年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 82-86 亿元，同比增长 55.30%-62.88%，符合预期；实现扣非归母净利润 77.80-81.80 亿元，同比增长 52.73%-60.58%。

Q4 预计实现归母净利润 18.4-22.4 亿元，同比增长 2.7%-24.9%，环比下降 17.7%至增长 0.1%。

Q4 出货大幅提升，但单季度利润受资产减值、汇兑损失、辅材及运费涨价等因素影响环比略降。其中资产减值主要是电池组件大尺寸改造所致。假设 4 季度归母净利润为 20 亿元，净利率 10%，则四季度营业收入大约可达到 200 亿元左右，同比增长接近 100%。



图：隆基股份季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

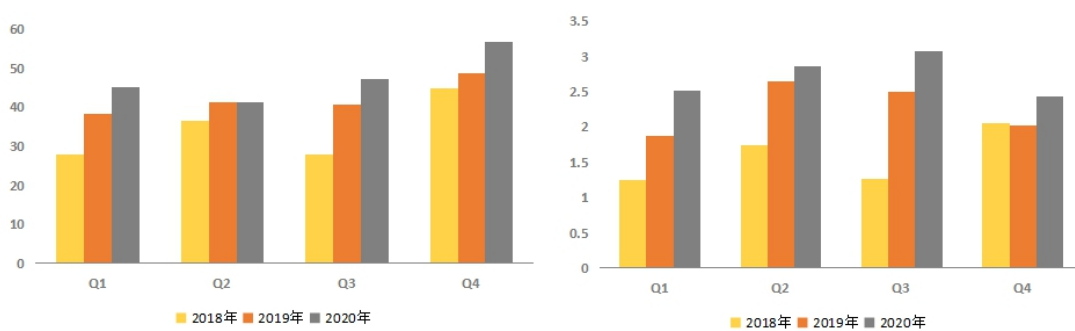
来源：塔坚研究

综上，当前的增长在历史上处于较高位置。

中环股份——2020 年前三季度，营业收入 133.77 亿元，同比增长 11.32%，净利润 11.29 亿元，同比增长 16.17%，受益于其光伏产能持续扩张，大尺寸硅片出货量提升。

根据中环的 2020 年度报告，其实现营业收入 190.6 亿元，同比增长 12.8%；净利润 14.8 亿元，同比增长 17.0%；归母净利润 10.9 亿元，同比增长 20.5%；经营性净现金流 28.6 亿元，同比增长 14%。

毛利率 18.85%，同比降低 0.6 个百分点，净利率 7.74%，同比增长 0.27 个百分点，波动较小。



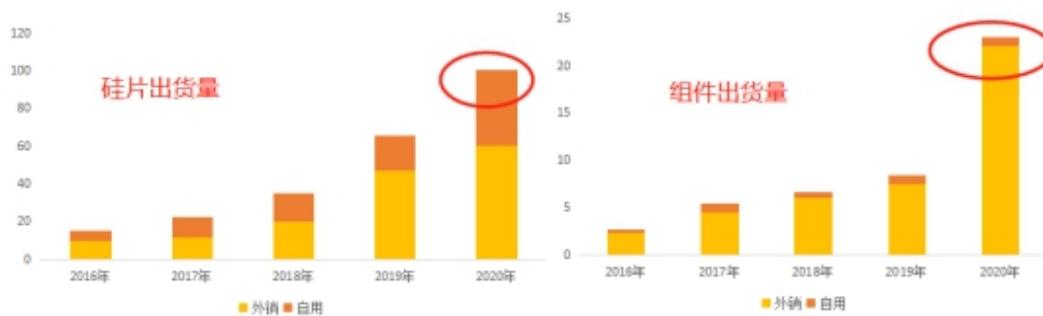
图：中环季度收入（右图）、季度净利润及增速（左轴）

来源：塔坚研究

(叁)

接下来，我们再拆解一下细分业务的变动情况。

1) 隆基股份



图：硅片、组件出货量（单位：亿片）

来源：塔坚研究

硅片——2020 年年报尚未披露，我们从出货量数据来看，2020 年，出货量约 59GW（105 亿片），同比增长 62.1%，市占率在 45%左右，同比提升 5 个百分点。

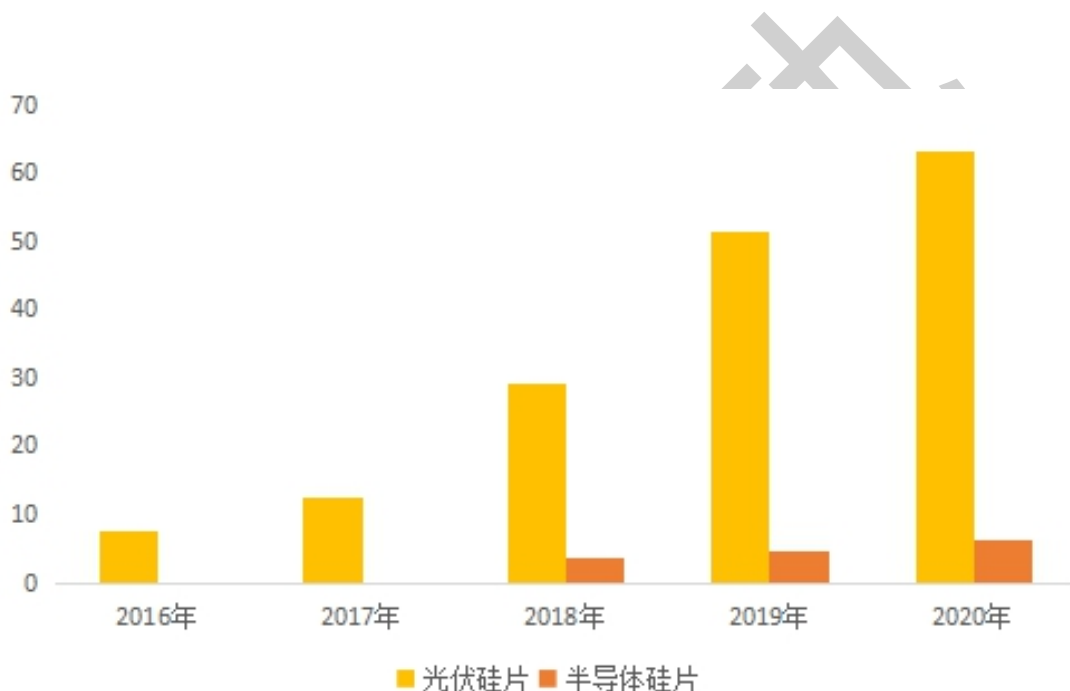
其中，166 硅片占比快速提升，从一季度的 10%，提升至四季度的 40% 以上，主要得益于国内外景气度较高，以及产能释放。

组件——2020 年，出货量约 24GW，同比增长 160%以上，其中海外占比约 40%-60%，组件市占率约 15%，同比提升 8 个百分点，排名全球首位。

除了国内市场高景气，美国等海外市场持续高增长，受制于关税因素，2020 年收购越南光伏 7GW 产能布局美国市场，美国组件单价/盈利能力高于其他市场，带来结构性优势。

按产品类型看，双玻组件占比较高，四季度双玻占比 40-50%，高于 35% 的行业平均水平，预计 2021 年一季度占比 50%以上。双玻组件相对普通组件溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。

2) 中环股份——



图：光伏硅片、半导体硅片出货量（单位：亿片、亿平方英寸）

来源：塔坚研究

光伏硅片——2020年，光伏硅片出货 63.33 亿片，同比增长 24.9%，新能源材料板块实现收入 173.6 亿，同比增长 12.4%，主要得益于产能释放。毛利率为 17.8%，和去年基本持平。

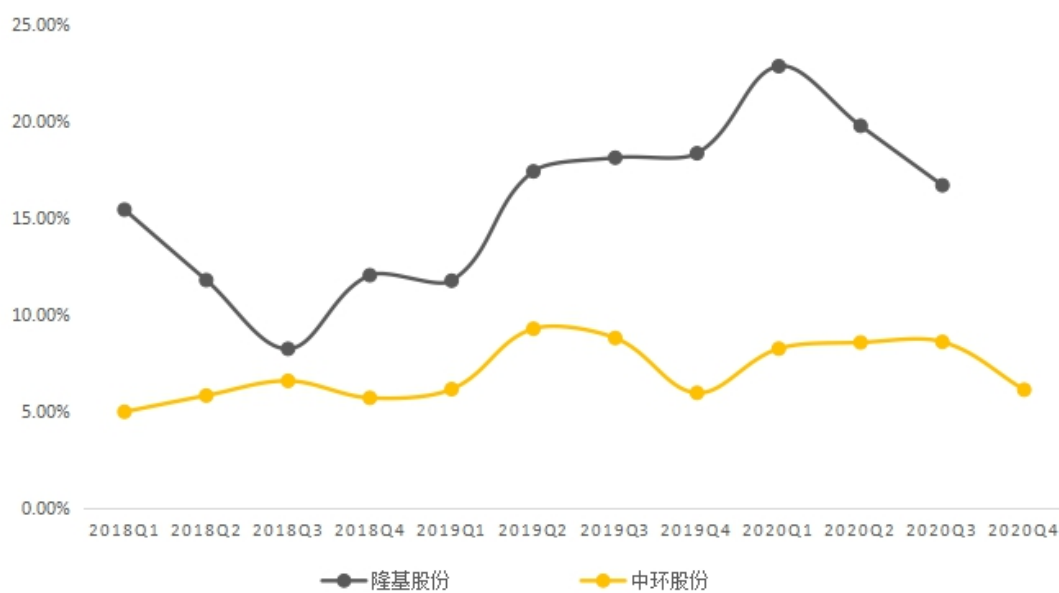
半导体硅片——2020年，营业收入 15.2 亿元，同比增长 22.7%。报告期内，12 寸晶圆在关键技术、产品性能质量取得了重大突破，已量产供

应国内主要数字逻辑芯片、存储芯片生产商；传统的功率半导体产品用硅片（5 寸、6 寸、8 寸）业务稳定增长，供应国内和国际用户。

(肆)

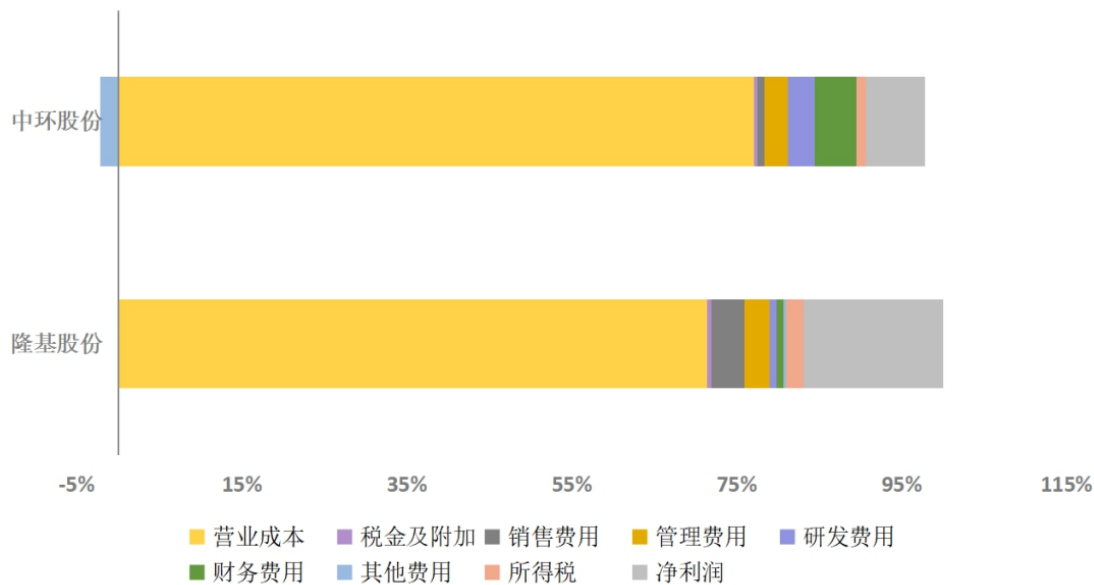
对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

盈利能力方面，从净利率看，隆基股份>中环股份，我们拆开来看，差异主要来自毛利率、财务费用率。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



图：利润表结构

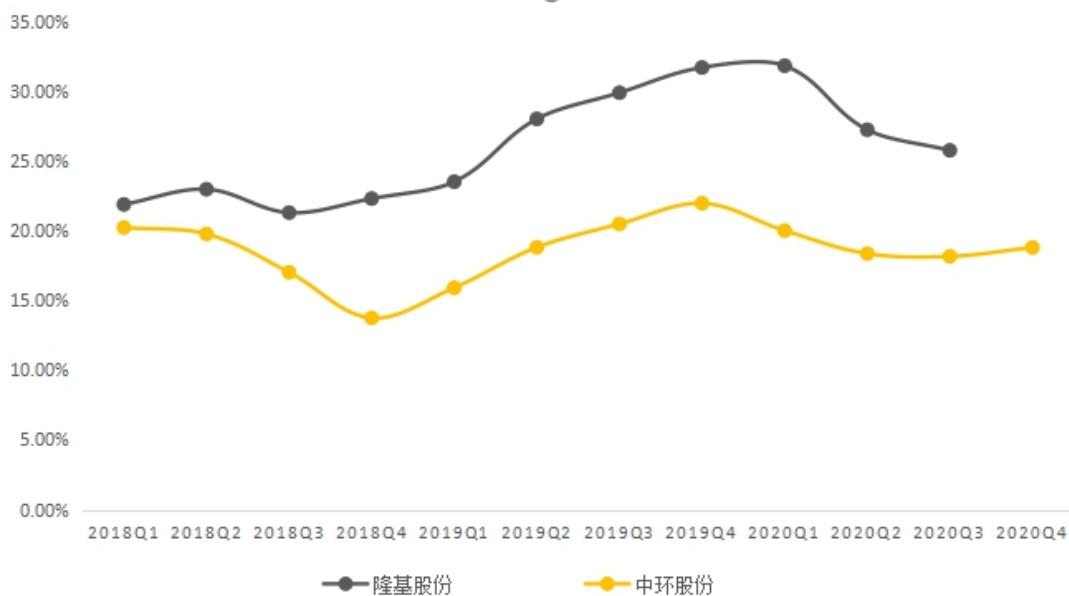
来源：塔坚研究

从趋势上看，两家公司毛利率变动基本一致，2019 年呈上升趋势，主要是在单晶硅片价格基本稳定的情况下，二者成本均不断下降所致，一方面是规模效应，另一方面是技术更新，以及设备升级改造。

隆基股份毛利率整体高于中环股份，主要是中环的非硅成本、设备成本要高于隆基股份。

非硅成本方面，据 Energy Trend 研究显示，2017 年以来，隆基股份非硅成本比中环股份低 10%左右。

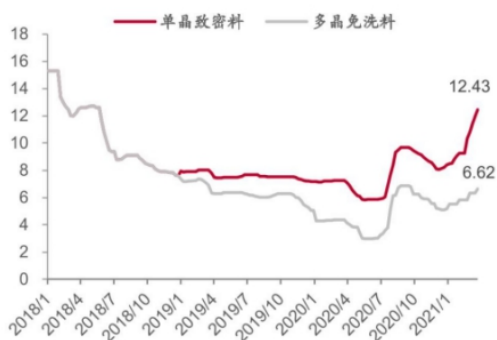
以设备为例，隆基股份自主设计生长炉以及单晶炉控制系统，构件由连城数控、北方华创代工，之后自行组装，降低了设备采购成本和折旧，毛利率高。而中环设备一般向晶盛机电采购全套设备。



图：毛利率（单位：%）

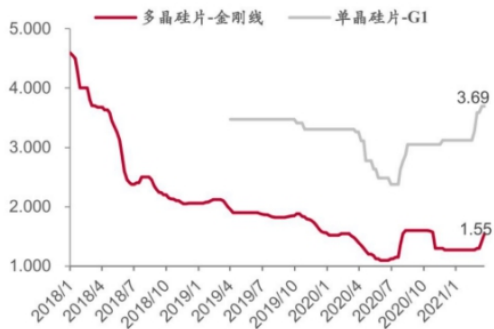
来源：塔坚研究

图表 11: 多晶硅料价格 (万元/吨)



源：硅业分会，中泰证券研究所，截止 2021-3-27

图表 12: 硅片价格 (元/片)



来源：PVinfolink，中泰证券研究所，截止 2021-3-27

图：硅片价格（单位：元/片）

来源：中泰证券

财务费用率方面，中环由于长期借款、应付债券等融资较多，利息支出高于隆基股份。

中环股份销售费用率变动不大且低于隆基股份，主要是中环股份没有组件业务。隆基的销售费用主要是运杂费、质量保证金，以及职工薪酬。光伏产业链中，越靠下游，消费属性越强，组件环节下游客户分散，且客户需求定制化程度高，强调售后质保，需要渠道和销售费用。

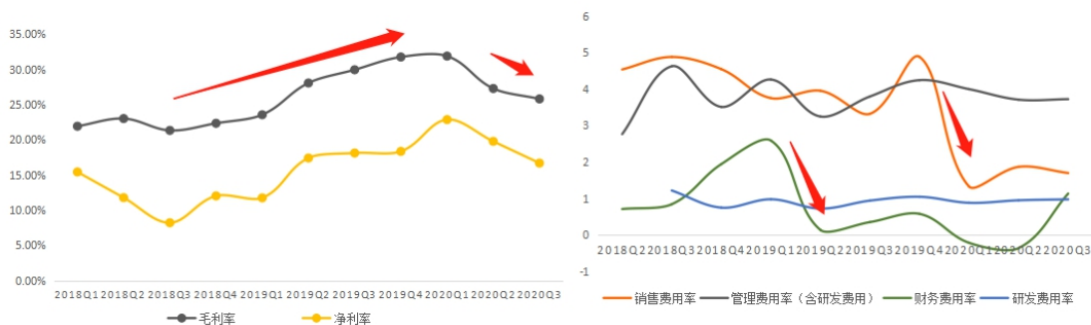
此外，值得注意的是，隆基股份的研发费用率在 1%左右，低于中环股份，但并不意味着其研发投入较少。

因为从年报中可知，其母公司及主要子公司均为高新技术企业，而 1% 的研发投入占比不符合高新技术企业的标准（营收 > 2 亿元的，研发支出应占营收的 3% 以上），因此，可能部分研发费用体现在管理费用中，此处，可以作为一个调研点，核实研发费用的划分方法。

（伍）

对利润率变动情况有感知后，我们再将三家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

1) 隆基股份



图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

从趋势上看，隆基股份的净利率处于上升中，2018 年下降主要是受“531”新政的影响。当时，行业新增装机下降 18%，产业链各环节产品价格下跌，其毛利率、净利率明显下降。2018 年，隆基硅片业务毛利率为 16.27%，较上年下降 16.44 个百分点；组件业务毛利率为 23.83%，较上年下降 6.87 个百分点。

毛利率——2019 年之后，隆基毛利率整体呈上升趋势，主要是成本下降。其中，2019 年，隆基的拉晶环节平均非硅成本同比下降 25.46%，切片环节平均非硅成本同比下降 26.50%，硅片及组件业务毛利率分别较 2018 年提高 15.91 个百分点和 1.35 个百分点。

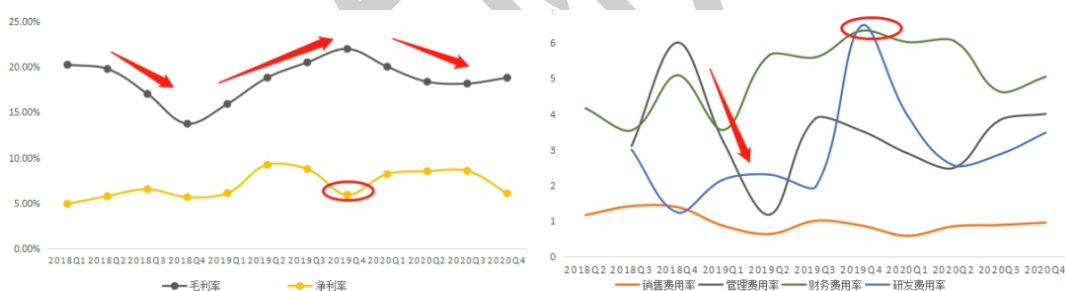
2020 年上半年，硅片价格有所下调，尽管多晶硅料采购价格下降，但价格受需求影响降幅更大，因而，毛利率有所下降。7 月份之后，硅料及

辅料价格上涨，但硅片价格上涨未完全覆盖成本端，毛利率没有明显回升。

财务费用率——隆基股份在 2019 年后财务费用明显下降，主要是发行的可转换债券到期，部分转换为股票，部分赎回。

销售费用率——从变动趋势上看，隆基股份的销售费用呈下降趋势，主要是收入增速较快，摊薄费用，此外 2020 年降幅较大，主要是因为执行新收入准则将运费列报至合同履约成本，摊销计入营业成本。

2) 中环股份



图：利润表比率

来源：塔坚研究

毛利率——2018 年整体下降主要受 531 政策影响，2019 年末，其太阳能级单晶硅材料二、三、四期及四期改造项目年产能合计达到 33GW，超过原设计产能 50%以上，大幅降低了单位投资成本，毛利率上升。

财务费用率——财务费用呈上升趋势，主要是随着融资规模（长期借款、应付债券）的扩大，利息支出增加所致。

管理费用率——2018 年四季度较高，主要是折旧摊销、并购国电光伏导致聘请中介费用、办公费增加，2019 年上半年，费用管控力度加强，人工费、安全生产费等下降。

研发费用率——波动较大，主要是研发投入时点不确定，其未披露具体费用项目。此外，从 2019 年、2020 年看，其研发费用资本化比例在 55% 左右。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅科技版报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-科技版报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研

究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

并购优塾