

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

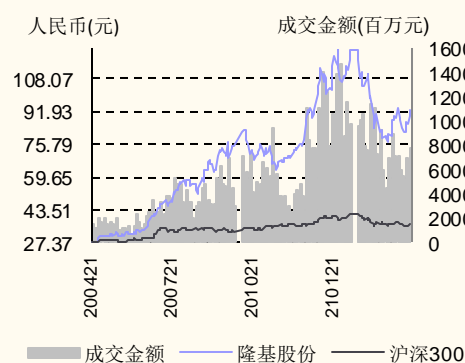
公司点评

市场价格 (人民币): 92.40 元

目标价格 (人民币): 143.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	38.66
已上市流通 A 股(亿股)	38.66
总市值(亿元)	3,572.55
年内股价最高最低(元)	123.00/27.45
沪深 300 指数	5083
上证指数	3473



相关报告

- 1.《持续扫货硅料玻璃, 供应链优势进一步巩固-隆基股份签订重大采购...》, 2021.2.9
- 2.《组件业务持续发力, 汇兑、减值小幅拖累业绩-隆基股份 2020 年...》, 2021.1.28
- 3.《预收、现金流暴增亮眼, 供应链优势有望放大-隆基股份 2020 三...》, 2020.11.11
- 4.《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
- 5.《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

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

主战场切换完成, 待“规模优势”全面开花

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,897	54,583	91,023	109,342	125,296
营业收入增长率	49.62%	65.92%	66.76%	20.13%	14.59%
归母净利润(百万元)	5,280	8,552	12,123	14,943	18,405
归母净利润增长率	106.40%	61.99%	41.75%	23.27%	23.17%
摊薄每股收益(元)	1.400	2.267	3.135	3.865	4.760
每股经营性现金流净额	2.15	2.37	4.31	4.91	6.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.11%	24.36%	29.58%	29.91%	30.17%
P/E	17.74	40.66	29.47	23.91	19.41
P/B	3.39	9.91	8.72	7.15	5.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 4/20 发布 2020 年报及 2021 一季报。2020 年收入 546 亿元(+66%), 净利润 85.5 亿元(+62%), 符合预期; 2021Q1 收入 159 亿元 (同比+84%, 环比-24%), 净利润 25 亿元 (同比+34%, 环比+14%), 超市场预期。

经营分析

- **2020 年硅片组件出货双料第一, 组件毛利贡献首超硅片完成主战场切换:** 2020 年公司硅片及硅棒收入 155 亿元 (+12.6%), 毛利率 30.36% (-1.4pct); 硅片出货 58GW (+65%), 其中外销 32GW。电池及组件收入 362 亿元 (+140%), 毛利率 20.53% (-4.0pct); 组件出货 24.5GW (+193%), 其中外销 24GW。2020 年公司组件全球市占率约为 19%, 首次跃居全球第一, 并创造了组件 CR1 的新高, 同时实现了组件业务毛利贡献对硅片业务的超越, 正式标志公司在光伏制造领域主战场的切换完成。
- **产能一体化率持续提高, 2021 年出货目标保持高增:** 公司 2020 年底硅片/电池/组件产能分别达到 85/30/50GW, 并预计到 2021 年底分别提升至 105/38/65GW; 公司 2021 年硅片/组件含自用出货目标定为 80/40GW (+38%/+63%), 测算一体化率继续提升, 将对盈利能力提升有积极贡献。
- **硅料供应瓶颈重塑短期产业链利润分配, 保持领先的能力仍是龙头长期立足之本:** 公司 Q1 业绩靓丽的表现原因主要是硅片售价对硅料涨价的充分传导 (具体一季报分析详见后页), 但在年内几无新增硅料供给、硅片产能持续扩张、央企集采逐渐标定组件价格天花板的情况下, 下半年产业链利润分配趋势或将向着硅料盈利扩张、硅片盈利压缩、组件盈利修复的方向发展。但归根结底, 这些产业链扩产节奏不同造成的利润移动仍是偏短期影响因素, 保持核心业务综合领先优势的能力仍然是行业龙头的长期立足之本。
- **“规模优势”全面开花, 确保公司具备维持长期 alpha 能力:** 我们认为公司的规模优势将逐步在常规的采购成本、费用率之外的多个角度全面释放: 1) 全面多渠道深度介入电池设备环节的能力; 2) 对终端新技术应用推广的引导能力; 3) 对 BIPV、氢能等新业务领域/新应用场景的前瞻卡位布局能力。这些能力将有效帮助公司维持长期综合领先优势, 支撑高于行业平均水平的盈利能力和收入/利润增速。(详见后页正文)

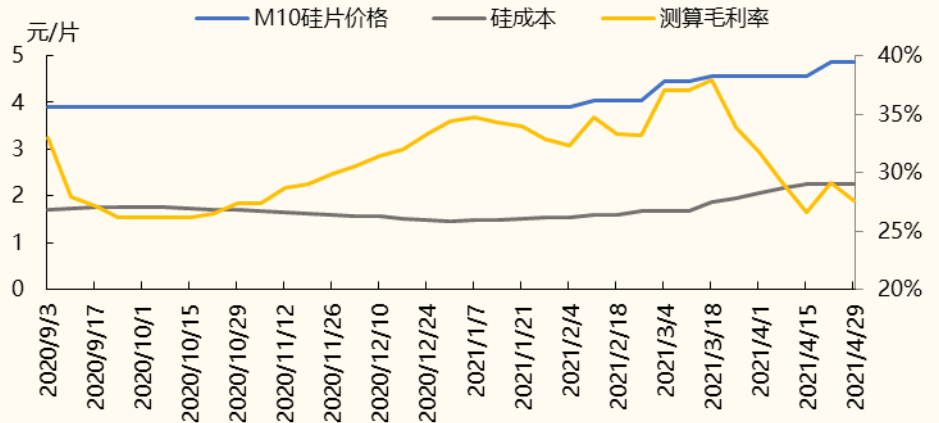
盈利调整与投资建议

- 预测 2021-23E 年净利润 121、149、184 亿元, 对应 EPS 分别为 3.14、3.87、4.76 元, 维持目标价 143 元, 对应 45x21PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 大宗商品涨价超预期; 行业扩产规模超预期; 新业务开拓不及预期。

- **Q1 硅片业务盈利能力超预期：**公司 Q1 净利润超预期，我们判断主要是由于硅片盈利能力超预期所致：一方面，Q1 终端需求淡季不淡，且电池片环节在 3 月组件开工下调时并未跟进下调开工，令硅片价格在旺盛的需求下对硅料涨价有较充分的传导；另一方面，由于公司拥有较高的硅料长单覆盖率，因此通常会根据生产需要提前 2~3 周备货，因此在硅料上涨周期中，因成本端与销售端的定价时间差，令硅片毛利率有超预期表现。我们按照以 T-3 周硅料价格计入成本测算，公司 Q1 硅片平均毛利率接近 35%，显著优于市场预期。

图表 1：公司硅片业务周度毛利率测算（硅料以 T-3 周价格计入成本）



来源：硅业分会，公司官网，国金证券研究所

- **“规模优势”全面开花，确保公司具备维持长期 alpha 能力：**我们认为公司的规模优势将逐步在常规的采购成本、费用率之外的多个角度全面释放：
 - **1) 全面多渠道深度介入电池设备环节的能力：**行业历史看，电池片环节的竞争因高度依赖设备技术进步，一直是产业链上后发优势较明显的环节（换言之易攻难守）。截至 2020 年末，公司电池片产能已跃居行业第一，在组件业务厚积薄发令终端市占率快速提升的同时，公司作为光伏制造产业链上第一家对电池设备环节深度介入的企业，有望令公司在电池组件环节实现较长时间内的“量利双收”。而电池设备作为光伏产业链上对技术、人才、研发投入要求最高的环节，绝非一般企业能轻易介入。
 - **2) 对终端新技术应用推广的引导能力：**在当前电池技术路线正从 P 型向 N 型切换的过程中，率先具备稳定的量产供货能力意味着能够更快获得更丰富的终端实证运行数据，从而有助于新产品的推广应用（先入为主），公司银川 3GW 新型电池产能若能如期达产，或将成为业内拥有先进 N 型电池产能规模最大的企业。
 - **3) 对 BIPV、氢能等新业务领域/新应用场景的前瞻卡位布局能力：**随着光伏发电成本的持续下降，其应用场景将持续拓宽，公司通过直接大手笔收购森特股权加速 BIPV 业务推进、以及与中国石化在氢能领域展开战略合作等事件，我们认为都是“规模优势”在新业务开拓、新场景布局中的充分体现。
 - 这些能力将有效帮助公司维持长期综合领先优势，支撑公司保持高于行业平均水平的盈利能力和收入/利润增速。
- **冰冻三尺非一日之寒，公司硅片环节 alpha 未必趋势性丧失：**过去一年中，因硅片尺寸、设备规格的快速变化，令行业新进入者有机会快速拉近与龙头企业的成本差距。但根据公司年报披露，2020 年公司拉晶/切片环节非硅成本分别同比下降 9.98%和 10.82%，继续保持着较快的降本速度。我们有理由相信，只要单晶硅的长晶切片技术还未发展至尽头，公司凭借深厚的技术积淀和巨额研发投入能力（2020 年研发投入 26 亿元，规模优势的又一处体现），仍将大概率引领硅片环节的技术进步，并仍有望再次扩大在硅片品质、非硅成本方面的领先幅度。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	21,988	32,897	54,583	91,023	109,342	125,296
增长率		49.6%	65.9%	66.8%	20.1%	14.6%
主营业务成本	-17,096	-23,389	-41,146	-72,366	-86,937	-98,901
%销售收入	77.8%	71.1%	75.4%	79.5%	79.5%	78.9%
毛利	4,892	9,508	13,438	18,657	22,405	26,395
%销售收入	22.2%	28.9%	24.6%	20.5%	20.5%	21.1%
营业税金及附加	-117	-178	-282	-473	-569	-652
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,017	-1,330	-1,073	-1,547	-1,804	-2,005
%销售收入	4.6%	4.0%	2.0%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用	-623	-971	-1,466	-1,638	-1,913	-2,130
%销售收入	2.8%	3.0%	2.7%	1.8%	1.8%	1.7%
研发费用	-202	-304	-499	-819	-929	-1,002
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	2,933	6,725	10,117	14,179	17,190	20,606
%销售收入	13.3%	20.4%	18.5%	15.6%	15.7%	16.4%
财务费用	-267	-250	-378	-298	-248	-16
%销售收入	1.2%	0.8%	0.7%	0.3%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-728	-563	1,117	-600	-680	-495
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	794	240	1,078	600	700	800
%税前利润	27.7%	3.8%	10.9%	4.3%	4.1%	3.8%
营业利润	2,869	6,298	9,971	13,946	17,151	21,085
营业利润率	13.1%	19.1%	18.3%	15.3%	15.7%	16.8%
营业外收支	-2	-51	-59	0	0	0
税前利润	2,867	6,247	9,912	13,946	17,151	21,085
利润率	13.0%	19.0%	18.2%	15.3%	15.7%	16.8%
所得税	-301	-690	-1,212	-1,674	-2,058	-2,530
所得税率	10.5%	11.0%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	2,567	5,557	8,700	12,273	15,093	18,555
少数股东损益	9	278	147	150	150	150
归属于母公司的净利润	2,558	5,280	8,552	12,123	14,943	18,405
净利率	11.6%	16.0%	15.7%	13.3%	13.7%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,567	5,557	8,700	12,273	15,093	18,555
少数股东损益	9	278	147	150	150	150
非现金支出	1,929	1,989	1,272	3,424	3,975	4,265
非经营收益	-406	104	-751	5	-171	-420
营运资金变动	-2,917	447	-272	556	-371	627
经营活动现金净流	1,173	8,097	8,949	16,258	18,527	23,028
资本开支	-3,823	-2,684	-4,800	-4,646	-5,040	-5,040
投资	434	183	-425	0	0	0
其他	220	-252	54	600	700	800
投资活动现金净流	-3,169	-2,753	-5,171	-4,045	-4,340	-4,240
股权募资	308	4,594	136	-1,390	0	0
债权募资	766	-198	4,923	-2,197	-1,601	-2,937
其他	-768	94	-2,558	-5,351	-6,497	-7,732
筹资活动现金净流	305	4,490	2,501	-8,938	-8,098	-10,669
现金净流量	-1,691	9,834	6,279	3,274	6,089	8,119

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,708	19,336	26,963	30,237	36,326	44,445
应收账款	9,169	9,504	12,216	19,314	23,142	26,449
存货	4,283	6,356	11,452	15,861	19,055	21,677
其他流动资产	1,742	2,170	4,469	4,947	5,640	6,218
流动资产	22,901	37,367	55,101	70,360	84,162	98,790
%总资产	57.7%	63.0%	62.9%	68.1%	71.1%	73.8%
长期投资	869	1,122	1,594	1,594	1,594	1,594
固定资产	14,116	18,349	26,906	29,105	30,405	31,404
%总资产	35.6%	30.9%	30.7%	28.2%	25.7%	23.5%
无形资产	1,197	1,227	2,261	2,067	1,902	1,762
非流动资产	16,758	21,937	32,534	33,026	34,161	35,020
%总资产	42.3%	37.0%	37.1%	31.9%	28.9%	26.2%
资产总计	39,659	59,304	87,635	103,386	118,323	133,810
短期借款	1,824	2,426	5,202	4,688	3,087	150
应付款项	10,977	17,612	30,756	43,653	49,490	55,291
其他流动负债	2,077	4,582	7,134	6,603	7,950	9,172
流动负债	14,878	24,620	43,092	54,943	60,527	64,613
长期贷款	2,659	2,509	1,125	1,125	1,125	1,125
其他长期负债	5,297	3,881	7,819	5,685	5,923	6,130
负债	22,834	31,009	52,037	61,753	67,575	71,868
普通股股东权益	16,452	27,629	35,106	40,990	49,956	60,999
其中：股本	2,791	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
未分配利润	7,975	12,701	19,353	26,627	35,593	46,636
少数股东权益	373	666	492	642	792	942
负债股东权益合计	39,659	59,304	87,635	103,386	118,323	133,810

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.917	1.400	2.267	3.135	3.865	4.760
每股净资产	5.895	7.325	9.308	10.602	12.921	15.777
每股经营现金净流	0.420	2.147	2.373	4.310	4.912	6.105
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.286	1.585	1.952
回报率						
净资产收益率	15.55%	19.11%	24.36%	29.58%	29.91%	30.17%
总资产收益率	6.45%	8.90%	9.76%	11.73%	12.63%	13.75%
投入资本收益率	10.66%	17.32%	18.89%	24.09%	25.50%	26.84%
增长率						
主营业务收入增长率	34.38%	49.62%	65.92%	66.76%	20.13%	14.59%
EBIT增长率	-22.83%	129.30%	50.45%	40.14%	21.24%	19.88%
净利润增长率	-28.24%	106.40%	61.99%	41.75%	23.27%	23.17%
总资产增长率	20.60%	49.53%	47.77%	17.97%	14.45%	13.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.8	45.4	37.1	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	71.1	83.0	79.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	78.3	73.2	74.4	75.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	220.1	171.6	163.9	107.5	95.5	87.1
偿债能力						
净负债/股东权益	0.22%	-47.38%	-45.76%	-48.22%	-54.71%	-62.68%
EBIT利息保障倍数	11.0	26.9	26.7	47.6	69.2	1,286.1
资产负债率	57.58%	52.29%	59.38%	59.73%	57.11%	53.71%

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	22	43	68	137
增持	0	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.09	1.08	1.00

来源：聚源数据

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。

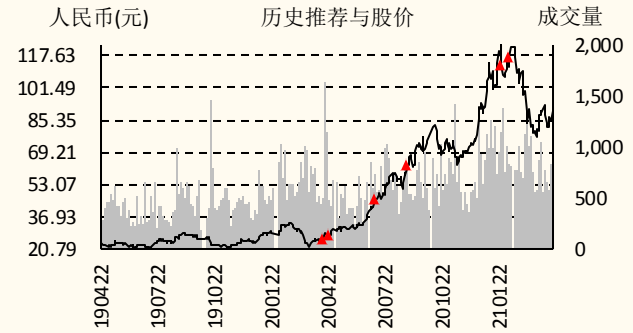
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-16	买入	25.24	46.00
2	2020-04-23	买入	28.15	46.00
3	2020-07-09	买入	46.13	56.00~56.00
4	2020-08-28	买入	60.60	75.00
5	2020-09-27	买入	71.12	90.00
6	2020-11-01	买入	75.99	90.00
7	2021-01-28	买入	123.00	138.00
8	2021-02-09	买入	112.20	143.00

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

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