

隆基股份 (601012)

硅片、组件持续放量，新业务、新技术快速推进

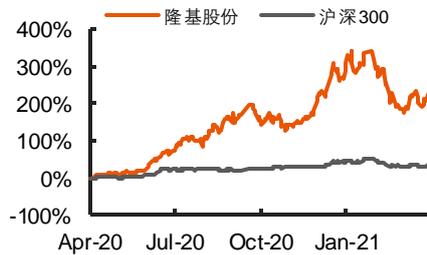
推荐 (维持)

现价: 92.44 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.longigroup.com
大股东/持股	李振国/14.08%
实际控制人	李振国、李喜燕
总股本(百万股)	3,866
流通 A 股(百万股)	3,866
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	3,572.55
流通 A 股市值(亿元)	3,572.47
每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	55

行情走势图



证券分析师

- 皮秀** 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
pixiu809@pingan.com.cn
- 朱栋** 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
zhudong615@pingan.com.cn
- 王霖** 投资咨询资格编号
S1060520120002
wanglin272@pingan.com.cn

研究助理

- 王子越** 一般从业资格编号
S10601200900038
wangziyue395@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年报, 实现营收545.8亿元, 同比增长65.92%, 归母净利润85.52亿元, 同比增长61.99%, 扣非后净利润81.43亿元, 同比增长59.87%, EPS 2.21元; 拟每10股派发现金股利2.5元(含税)、以资本公积金转增4股。公司同时发布2021年一季报, 实现营收158.5亿元, 同比增长84.36%, 归母净利润25.02亿元, 同比增长34.24%, 扣非后净利润24.21亿元, 同比增长37.46%。公司2020年业绩符合市场预期, 2021Q1业绩超出市场预期。

平安观点:

- **硅片为主、组件为辅, 驱动 2020 年业绩高增。**2020 年公司实现归母净利润 85.52 亿元, 同比增长 61.99%。参考分部报表, 硅片业务贡献了主要的利润增量, 2020 年硅片事业部净利润达 75.5 亿元, 同比增加 24.2 亿元; 组件业务虽然计提大额资产减值以及面临汇兑损失, 仍贡献了一定的业绩增量。从盈利水平的角度, 2020 年组件板块、硅片板块的毛利率均同比有所下降, 但其中部分因素是因为运费计入了成本, 如果剔除这一因素, 估计组件和硅片的毛利率均同比持平或略有下降; 但规模效应之下费用率得到摊薄(2020 年费用率 6.26%, 同一口径下同下降 0.6 个百分点), 硅片和组件事业部净利润水平基本持平, 若非大额资产减值和汇兑损失影响, 组件事业部的净利率水平同比有所提升。
- **2021Q1 业绩超预期, 硅片和组件持续放量。**2021Q1, 公司实现营收 158.5 亿元, 同比增长 84.36%, 归母净利润 25.02 亿元, 同比增长 34.24%, 综合毛利率环比提升 3.84 个百分点至 23.21%; 公司 2021Q1 的业绩超出市场预期。2021 年以来, 硅料供需偏紧, 价格持续上涨, 公司作为最大的单晶硅片企业, 在硅料采购方面有较好的保障, 能够将硅料涨价向下游传导并保持硅片较好的盈利水平; 估计 2021Q1 硅片出货量约 20GW、组件出货量超过 6GW, 均同比大幅度增长, 利润主要由硅片业务贡献。
- **硅片保持高盈利水平, 产能持续扩张, 后续面临竞争加剧的压力。**2020

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,897	54,583	89,956	116,223	138,442
YoY (%)	49.6	65.9	64.8	29.2	19.1
净利润(百万元)	5,280	8,552	10,920	13,834	16,830
YoY (%)	106.4	62.0	27.7	26.7	21.7
毛利率 (%)	28.9	24.6	19.8	19.1	19.3
净利率 (%)	16.0	15.7	12.1	11.9	12.2
ROE (%)	19.6	24.4	21.9	22.0	21.4
EPS(摊薄/元)	1.37	2.21	2.82	3.58	4.35
P/E(倍)	67.7	41.8	32.7	25.8	21.2
P/B(倍)	12.9	10.4	7.2	5.7	4.6

年，公司硅片产量 58.9GW，同比增长 67.11%，产能利用率约 95%；出货量 58.15GW，其中对外销售 31.84GW，自用 26.31GW；实现销售收入约 145 亿元，对应每瓦收入约 0.455 元，估算单瓦净利润约 0.12-0.13 元，盈利水平处于高位。整体看，2020 年单晶渗透率仍在持续大幅度提升，单晶硅片行业整体盈利形势较好，同时公司也在积极推动成本下降，2020 年拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 9.98%、切片环节平均单位非硅成本同比下降 10.82%。产能方面，2020 年银川年产 15GW 单晶硅棒和硅片项目、腾冲年产 10GW 单晶硅棒项目、曲靖年产 10GW 单晶硅棒和硅片项目投产，截至 2020 年底硅片产能达 85GW，同比实现翻倍增长；根据公司规划，到 2021 年底，公司单晶硅片产能将达到 105GW。从供需形势来看，2020 年以来硅片行业呈现较大规模的扩产，新兴的生产企业涌入，我们估计到 2021 年底国内单晶硅片的产能将超过 300GW，同时短期内硅料环节拥有较强定价权，后续硅片环节的整体盈利水平可能承压。

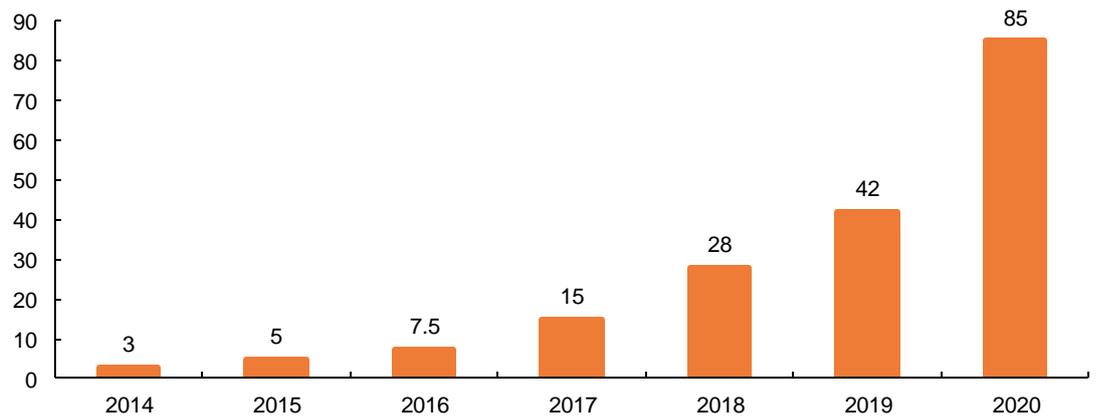
- **组件业务乘风破浪，势不可挡。**2020 年，公司组件产量 26.6GW，出货量 24.53GW，其中对外销售 23.96GW（同比增长 223.98%），自用 0.57GW，据统计，公司是 2020 年全球出货规模最大的组件企业；2020 年组件收入约 352.1 亿元，对应单瓦收入约 1.47 元，综合毛利率 20.57%。2020 年公司组件业务海外收入占比约 55%，主要海外市场分布在美洲、亚太和欧洲。盈利能力方面，2020 年组件事业部净利润 6.2 亿元，对应的净利率约 1.63%，考虑 2020 年计提了 9.5 亿元的资产减值损失以及汇兑损失，2020 年组件事业部的整体盈利水平好于 2019 年。产能方面，截至 2020 年底公司电池片产能达 30GW，组件产能 50GW，电池片产能的快速增长能够提升自主供应能力，按照公司规划，到 2021 年底，电池片产能将达到 38GW，组件产能达到 65GW。海外布局方面，2020 年公司完成对宁波宜则的收购，加大了马来西亚基地和越南基地的技术改造和效率提升，为进一步拓展海外市场奠定基础；越南电池、越南光伏自 2020 年 8 月并表到 2020 年底，贡献的净利润达 2.9 亿元。我们认为，目前公司组件具有规模优势、完善的一体化产能优势、较优的国内外产能布局，有望在后续竞争中处于有利地位；根据公司规划，2021 年组件的出货量将达到 40GW。
- **新兴产业、新型技术有望成为未来的增长动能。**目前公司在新业务、新技术方面的主要布局包括 BIPV、新型高效电池、氢能等。BIPV 方面，2020 年公司完成“隆顶”产品的下线及市场推广，收购森特股份 27.25%的股权，计划结合森特股份在建筑屋顶设计、维护上的优势以及公司在 BIPV 产品制造上的优势，共同开拓大型公共建筑市场，2021 年 BIPV 业务有望初具规模；新型电池方面，目前公司已经计划建设宁夏 3GW、西咸新区 15GW、银川 5GW 等新的高效电池产能，未来有望在新型电池方面率先实现产业化并构建壁垒；另外，公司也计划光伏制氢方面进行拓展。这些新的业务或新的技术有望成为公司未来新的增长点。
- **投资建议。**考虑硅片环节后续盈利水平可能承压，小幅下调公司盈利预测，预计公司 2021-2022 年归母净利润 109.20、138.34 亿元（原预测值 115.75、141.18 亿元），EPS 2.82、3.58 元，动态 PE 32.7、25.8 倍。光伏行业景气向上，公司在单晶硅片、电池、组件等环节具有核心竞争力，有望持续引领行业发展，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）硅片行业竞争加剧，公司在硅片环节的竞争压力可能加大并影响盈利水平。（2）公司组件业务出口占比较大，如果海外贸易保护现象加剧，可能造成不利影响。（3）公司 BIPV、新型电池等新兴业务推进进度不及预期的风险

图表1 公司各事业部 2020年盈利情况 (亿元)

	硅片事业部	组件事业部	集中式电站事业部	分布式电站事业部	其他	分部间抵销	合计
营收	275.2	379.8	12.0	10.0	1.3	132.6	545.8
其中: 对外交易收入	154.6	369.8	12.0	9.4	0.0	0.0	545.8
分部间交易收入	120.7	10.0	0.0	0.6	1.3	132.6	0.0
主营业务成本	181.7	342.3	8.3	6.7	1.0	128.6	411.5
资产减值损失	-1.3	-9.5	0.1	-0.1	0.0	-1.2	-9.5
信用减值损失	0.0	-0.5	-0.7	-0.5	-0.1	0.0	-1.7
利润总额	87.5	5.4	6.7	1.3	-1.0	0.8	99.1
所得税费用	12.0	-0.8	1.0	0.1	-0.4	-0.2	12.1
净利润	75.5	6.2	5.7	1.1	-0.5	0.9	87.0

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表2 公司历年年底单晶硅片产能情况 (GW)



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表3 公司近年组件外销业务情况

	组件外销 (MW)	组件收入 (亿元)	组件单价 (元/W, 不含税)	毛利率
2015	721	25.2	3.50	19.31%
2016	1847	57	3.09	27.22%
2017	3508	91.7	2.61	30.75%
2018	5991	130.9	2.18	23.83%
2019	7394	145.7	1.97	25.18%
2020	23960	352.1	1.47	20.57%

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	55101	67195	73383	77499
现金	26963	34386	39276	39385
应收票据及应收账款	11535	12138	13689	14856
其他应收款	443	457	512	596
预付账款	1891	2607	2042	2992
存货	11452	14791	15048	16854
其他流动资产	2817	2817	2817	2817
非流动资产	32534	38691	47165	54872
长期投资	1456	1984	2512	3040
固定资产	24506	29933	37744	44816
无形资产	598	653	706	772
其他非流动资产	5974	6121	6203	6245
资产总计	87635	105887	120548	132372
流动负债	43092	47298	49949	46715
短期借款	2416	2416	2416	2416
应付票据及应付账款	22144	24416	25053	25700
其他流动负债	18532	20466	22481	18599
非流动负债	8944	7849	6754	5658
长期借款	5477	4381	3286	2191
其他非流动负债	3468	3468	3468	3468
负债合计	52037	55147	56703	52373
少数股东权益	492	680	919	1209
股本	3772	3866	3866	3866
资本公积	10461	15343	15343	15343
留存收益	20504	30387	42908	58140
归属母公司股东权益	35106	50059	62927	78790
负债和股东权益	87635	105887	120548	132372

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11015	14440	18135	13396
净利润	8700	11108	14072	17120
折旧摊销	2221	2253	2930	3718
财务费用	378	288	214	234
投资损失	-1078	-446	-446	-446
营运资金变动	-1097	1225	1353	-7241
其他经营现金流	1891	12	12	12
投资活动现金流	-5171	-7976	-10970	-10991
资本支出	4827	5630	7946	7179
长期投资	162	-528	-528	-528
其他投资现金流	-183	-2874	-3552	-4340
筹资活动现金流	2810	959	-2276	-2296
短期借款	1562	0	0	0
长期借款	1973	-1095	-1095	-1095
普通股增加	-0	95	0	0
资本公积增加	-1	4882	0	0
其他筹资现金流	-723	-2922	-1181	-1200
现金净增加额	8345	7423	4890	109

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	54583	89956	116223	138442
营业成本	41146	72168	93990	111655
营业税金及附加	282	465	600	715
营业费用	1073	1439	1743	2077
管理费用	1466	2159	2673	3046
研发费用	499	720	814	969
财务费用	378	288	214	234
资产减值损失	950	720	814	900
其他收益	283	283	283	283
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1078	446	446	446
资产处置收益	-12	-12	-12	-12
营业利润	9971	12715	16092	19564
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	73	73	73	73
利润总额	9912	12656	16033	19505
所得税	1212	1548	1961	2385
净利润	8700	11108	14072	17120
少数股东损益	147	188	238	290
归属母公司净利润	8552	10920	13834	16830
EBITDA	11832	14297	18131	22280
EPS(元)	2.21	2.82	3.58	4.35

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	65.9	64.8	29.2	19.1
营业利润(%)	58.3	27.5	26.6	21.6
归属于母公司净利润(%)	62.0	27.7	26.7	21.7
获利能力				
毛利率(%)	24.6	19.8	19.1	19.3
净利率(%)	15.7	12.1	11.9	12.2
ROE(%)	24.4	21.9	22.0	21.4
ROIC(%)	17.7	17.7	18.6	18.9
偿债能力				
资产负债率(%)	59.4	52.1	47.0	39.6
净负债比率(%)	-40.6	-48.6	-48.0	-39.8
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	5.5	7.6	9.0	9.7
应付账款周转率	2.3	3.1	3.8	4.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.82	3.58	4.35
每股经营现金流(最新摊薄)	4.10	3.73	4.69	3.46
每股净资产(最新摊薄)	8.91	12.77	16.10	20.20
估值比率				
P/E	41.8	32.7	25.8	21.2
P/B	10.4	7.2	5.7	4.6
EV/EBITDA	29.0	23.3	18.1	14.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033