

隆基股份 601012.SH

一季报大超预期，龙头地位稳固

4月20日，公司发布2020年报和2021年一季报。2020年公司实现营业收入545.83亿（同比增加65.92%），实现归母净利润85.52亿元（+61.99%）；2021年Q1实现归母净利润25.02亿元（+34.24%），业绩超预期。

核心观点

- **20年硅片盈利稳，组件高增长。**分板块看，硅片板块生产58.9GW，外销31.84GW，实现收入155.13亿（+12.60%），毛利率为30.36%（-1.37pct），业绩相对稳定；组件板块出货23.96GW（+223.98%），出货量大幅增加，实现收入362.39亿元（+139.83%），毛利率为20.53%（-4.04pct），贡献了较大业绩增幅。2020年全年，公司硅片、组件出货量均位列市场第一，
- **21Q1硅片盈利超预期，利润同环比均增长。**Q1公司归母净利润为25亿，扣非后为24.2亿（同比增加37.5%，环比增加13.7%）；其中硅片环节受益于较好的格局和较紧缺的供需关系毛利率预计仍维持30%+，预计贡献13-14亿利润；组件受到硅料和大宗商品大幅涨价影响，盈利有所下滑，毛利率预计在15%左右，贡献9-10亿利润（含自用硅片），单电池组件微利。
- **产能加速扩张，垂直一体化打破成长边界。**截至2020年底，公司硅片/电池/组件产能分别为85/30/50GW，预计2021年底分别达到105/38/65GW，21年全年出货量目标80/40GW（含自用），继续维持高增长。我们认为，一体化是打破单环节成长边界的重要手段，公司凭借技术创新、高效运营和精益生产，维持硅片龙头同时晋升组件龙头，充分证明其优秀的管理能力和拓展能力；公司在电池环节亦逐步发力，除了产能快速增加，还在新技术上联合相关设备厂开发，并在BIPV、氢能等领域前瞻卡位，公司超强的阿尔法有望延续，构筑长期综合能力下的深厚护城河。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年每股收益分别为3/3.87/4.43元（原预测2021-2022年为3.10/3.77元，主要下调组件毛利率，上调出货量），考虑公司龙头地位和较大的扩产规划，参考可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为2021年的33倍市盈率，对应目标价为99元，维持买入评级。

风险提示：光伏装机不及预期；上游原料涨价超预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,897	54,583	95,672	111,167	124,541
同比增长(%)	49.6%	65.9%	75.3%	16.2%	12.0%
营业利润(百万元)	6,298	9,971	13,439	17,333	19,816
同比增长(%)	119.5%	58.3%	34.8%	29.0%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	5,280	8,552	11,594	14,966	17,114
同比增长(%)	106.4%	62.0%	35.6%	29.1%	14.4%
每股收益(元)	1.37	2.21	3.00	3.87	4.43
毛利率(%)	28.9%	24.6%	19.7%	21.4%	21.8%
净利率(%)	16.0%	15.7%	12.1%	13.5%	13.7%
净资产收益率(%)	24.0%	27.3%	29.0%	28.6%	25.0%
市盈率	67.7	41.8	30.8	23.9	20.9
市净率	12.9	10.2	8.0	6.0	4.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月21日)	92.44元
目标价格	99元
52周最高价/最低价	125.68/27.11元
总股本/流通A股(万股)	386,639/386,631
A股市值(百万元)	357,410
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021年04月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.52	15.48	-22.77	231.32
相对表现	7.11	16.39	-19.97	211.53
沪深300	-0.59	-0.91	-2.8	19.79



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 郑华航
021-63325888*6110
zhenghuahang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520100001

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，一体化优势显著	2020-10-31
超预期，抗压测试龙头锋芒毕露	2020-08-31
产能扩张马不停蹄，一体化龙头稳健成长	2020-04-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：可比公司估值表（截止 2021 年 4 月 21 日收盘价）

	每股收益			市盈率		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
通威股份	0.59	0.80	1.28	58.00	42.36	26.50
中环股份	0.30	0.36	0.82	97.42	80.84	35.53
福斯特	1.24	2.03	2.52	68.99	42.19	34.07
晶盛机电	0.50	0.66	1.02	72.81	54.42	35.37
阳光电源	0.61	1.34	1.97	118.01	54.04	36.64
晶澳科技	0.78	0.94	1.35	37.81	31.42	21.91
调整后平均					48.00	33.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	19,336	26,963	37,042	47,997	63,504	营业收入	32,897	54,583	95,672	111,167	124,541
应收票据、账款及款项融资	9,208	11,774	21,048	24,457	27,399	营业成本	23,389	41,146	76,864	87,426	97,426
预付账款	1,031	1,891	2,870	3,335	3,736	营业税金及附加	178	282	488	567	635
存货	6,356	11,452	19,216	21,857	24,357	营业费用	1,330	1,073	1,626	1,834	1,993
其他	1,435	3,021	4,066	4,540	4,950	管理费用及研发费用	1,275	1,965	3,444	4,002	4,483
流动资产合计	37,367	55,101	84,242	102,186	123,946	财务费用	250	378	191	345	527
长期股权投资	1,074	1,456	1,000	1,250	1,500	资产、信用减值损失	563	1,117	600	600	600
固定资产	15,467	24,506	38,959	48,948	56,339	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,875	2,338	1,174	513	283	投资净收益	240	1,078	700	660	660
无形资产	245	598	662	643	595	其他	145	271	280	280	280
其他	2,276	3,636	1,673	1,543	1,413	营业利润	6,298	9,971	13,439	17,333	19,816
非流动资产合计	21,937	32,534	43,468	52,897	60,131	营业外收入	8	14	14	8	8
资产总计	59,304	87,635	127,710	155,083	184,077	营业外支出	59	73	50	40	40
短期借款	854	2,416	900	900	900	利润总额	6,247	9,912	13,403	17,301	19,784
应付票据及应付账款	13,714	22,144	42,275	48,084	53,584	所得税	690	1,212	1,608	2,076	2,374
其他	10,052	18,532	27,479	29,108	30,542	净利润	5,557	8,700	11,794	15,225	17,410
流动负债合计	24,620	43,092	70,654	78,093	85,026	少数股东损益	278	147	201	259	296
长期借款	2,509	1,125	6,225	10,935	15,585	归属于母公司净利润	5,280	8,552	11,594	14,966	17,114
应付债券	996	4,351	4,351	4,351	4,351	每股收益（元）	1.37	2.21	3.00	3.87	4.43
其他	2,885	3,468	889	889	889	主要财务比率					
非流动负债合计	6,389	8,944	11,466	16,176	20,826		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	31,009	52,037	82,120	94,268	105,852	成长能力					
少数股东权益	666	492	693	952	1,248	营业收入	49.6%	65.9%	75.3%	16.2%	12.0%
实收资本（或股本）	3,772	3,772	3,866	3,866	3,866	营业利润	119.5%	58.3%	34.8%	29.0%	14.3%
资本公积	10,439	10,461	10,367	10,367	10,367	归属于母公司净利润	106.4%	62.0%	35.6%	29.1%	14.4%
留存收益	13,384	20,504	30,664	45,630	62,744	获利能力					
其他	33	370	0	0	0	毛利率	28.9%	24.6%	19.7%	21.4%	21.8%
股东权益合计	28,295	35,598	45,590	60,815	78,225	净利率	16.0%	15.7%	12.1%	13.5%	13.7%
负债和股东权益总计	59,304	87,635	127,710	155,083	184,077	ROE	24.0%	27.3%	29.0%	28.6%	25.0%
现金流量表						ROIC	19.8%	22.6%	22.6%	22.3%	19.7%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	5,557	8,700	11,794	15,225	17,410	资产负债率	52.3%	59.4%	64.3%	60.8%	57.5%
折旧摊销	1,236	1,972	4,387	6,545	8,553	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	250	378	191	345	527	流动比率	1.52	1.28	1.19	1.31	1.46
投资损失	(240)	(1,078)	(700)	(660)	(660)	速动比率	1.26	1.01	0.92	1.03	1.17
营运资金变动	6,116	5,976	9,925	450	680	营运能力					
其它	(4,761)	(4,934)	(1,041)	0	0	应收账款周转率	7.8	9.7	10.2	9.0	8.8
经营活动现金流	8,158	11,015	24,556	21,904	26,511	存货周转率	4.4	4.6	5.0	4.3	4.2
资本支出	(5,435)	(11,632)	(17,010)	(15,724)	(15,537)	总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
长期投资	(263)	(461)	456	(250)	(250)	每股指标（元）					
其他	2,946	6,922	117	660	660	每股收益	1.37	2.21	3.00	3.87	4.43
投资活动现金流	(2,753)	(5,171)	(16,438)	(15,314)	(15,127)	每股经营现金流	2.16	2.92	6.35	5.67	6.86
债权融资	(1,765)	2,495	5,100	4,710	4,650	每股净资产	7.15	9.08	11.61	15.48	19.91
股权融资	6,831	21	0	0	0	估值比率					
其他	(506)	294	(3,140)	(345)	(527)	市盈率	67.7	41.8	30.8	23.9	20.9
筹资活动现金流	4,560	2,810	1,960	4,365	4,123	市净率	12.9	10.2	8.0	6.0	4.6
汇率变动影响	(70)	(309)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	43.6	27.6	18.9	14.0	11.8
现金净增加额	9,895	8,345	10,079	10,955	15,506	EV/EBIT	51.9	32.8	24.9	19.2	16.7

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有隆基股份(601012)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn