

硅片产能高速扩张, 组件出货登上全球榜首

——隆基股份 (601012) 跟踪报告

买入 (维持)

2021 年 04 月 22 日

报告关键要素:

公司发布 20 年年报和 21 年一季报, 20 年实现营收 545.83 亿元, 同比 +65.92%; 归母净利润 85.52 亿元, 同比 +61.99%。21Q1 实现营收 158.54 亿元, 同比 +84.36%; 归母净利润 25.02 亿元, 同比 +34.24%。

投资要点:

硅片规模高速扩张, 盈利能力保持稳定: 截至 2020 年底, 公司单晶硅片产能达到 85GW, 同比 +102%。产能大幅扩张带动出货量提升, 20 年公司实现单晶硅片出货 58.15GW, 同比 +65%; 其中对外销售 31.84GW, 同比 +25.65%。疫情影响下, 20H1 硅片价格维持较低水平从而导致公司硅片业务营收增速放缓, 公司 20 年实现硅片销售收入 140.97 亿元, 同比 +9.17%。公司非硅成本持续降低, 拉棒和切片成本分别下降 9.98% 和 10.82%。依靠强大的成本管控能力, 公司硅片盈利水平保持稳定, 2020 年硅片毛利率 30.46%。

组件出货全球第一, 今年目标 40GW 巩固龙头地位: 公司 20 年实现单晶组件出货量 24.53GW, 其中对外销售 23.96GW, 同比 +223.98%, 实现营业收入 352.13 亿元, 同比 +223.98%。全球市占率达到 19%, 同比大幅提升 11pct, 组件销售量首次登上全球第一, 公司今年组件出货目标 40GW, 市占率有望进一步提升。公司 20 年实现海外销售 11.25GW, 同比 +125%, 由于疫情影响, 海外需求下滑, 海外出货占比由 68% 下滑至 47%。公司 20 年组件毛利率 20.57%, 同比 -4.61pct, 下滑主要系会计准则调整, 运费计入成本所致。

一季度各业务承压, 业绩依然保持增长: 21 年 Q1, 各业务原材料价格均出现上涨。硅片方面, 硅料价格大幅上涨, 目前单晶致密料价格已经超过 140 元/kg, 公司相应上调硅片报价, 保持硅片利润相对稳定。组件方面, 由于电池片、银浆和胶膜均有不同程度上涨, 且终端客户对价格较为敏感, 组件盈利水平受到较大挤压, 但光伏玻璃价格较年初下降 30%, 缓解了一部分成本压力, 未来随着其他原材料价格回落, 组件盈利水平有望恢复。

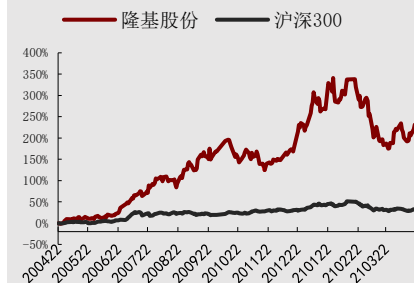
盈利预测与投资建议: 预计公司 21-23 年营业收入分别为 948.48、1239.06、1373.34 亿元, 归母净利润 112.21/153.40/185.41 亿元, EPS 分别为 2.90/3.97/4.80 元/股, 考虑公司在单晶硅片和组件的龙头地位和业绩高速增长, 维持买入评级。

风险因素: 国际贸易保护风险; 行业政策风险; 产品价格下跌风险; 原材料价格上升风险。

基础数据

总股本 (百万股)	3,866.39
流通 A 股 (百万股)	3,866.31
收盘价 (元)	92.44
总市值 (亿元)	3,574.10
流通 A 股市值 (亿元)	3,574.02

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210129-公司事项点评
-AAA-隆基股份 (601012) 事项点评报告
万联证券研究所 20201102-公司跟踪报告
-AAA-隆基股份 (601012) 跟踪报告
万联证券研究所 20200828-公司半年报点评
-AAA-隆基股份 (601012) 半年报点评报告

分析师:

江维

执业证书编号: S0270520090001

电话: 01056508507

邮箱: jiangwei@wlzq.com

研究助理:

郝占一

电话: 01056508507

邮箱: haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	54583.18	94848.49	123905.72	137333.74
增长比率 (%)	66	74	31	11
净利润 (百万元)	8552.37	11220.94	15340.35	18541.34
增长比率 (%)	62	31	37	21
每股收益 (元)	2.21	2.90	3.97	4.80
市盈率 (倍)	41.79	31.85	23.30	19.28
市净率 (倍)	10.18	6.83	4.74	3.53

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

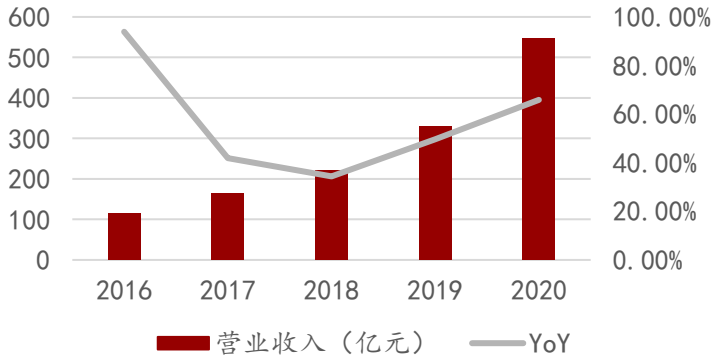
正文目录

1 公司业绩维持高增，单晶占比超九成	3
2 非硅成本持续下降，硅片盈利能力保持稳定	4
3 单晶组件增长喜人，出货量荣登全球榜首	5
4 风险提示	6
图表 1: 2016-2020 年公司营业收入（亿元）	3
图表 2: 2016-2020 年公司净利润（亿元）	3
图表 3: 2017Q1-2021Q1 年公司营业收入（亿元）	3
图表 4: 2017Q1-2021Q1 年公司净利润（亿元）	3
图表 5: 2020-2022E 隆基硅片产能预测（GW）	4
图表 6: 近期公司公告的重大采购事项	4
图表 7: 2016-2020 年公司单晶硅片业务营收（亿元）	5
图表 8: 2016-2020 年公司单晶硅片产能（GW）	5
图表 9: 近三年公司非硅成本降幅	5
图表 10: 2016-2020 年公司硅片毛利率	5
图表 11: 2016-2020 年单晶组件营业收入（亿元）	6
图表 12: 2017-2020 年公司组件出货情况（GW）	6
图表 13: 2016-2020 年公司单晶组件毛利率	6
图表 14: 2016-2020 年公司组件产能利用率和产销量	6

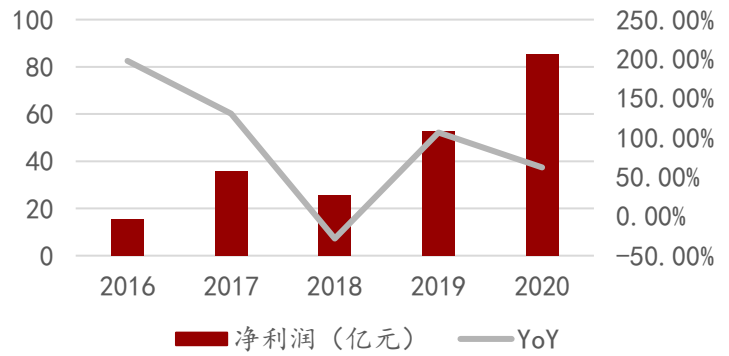
1 公司业绩维持高增，单晶占比超九成

规模快速扩张，业绩保持高增。2020年，公司营收规模维持高增，实现单晶硅片、出货量58.15GW，其中对外销售31.84GW，同比增长25.65%；实现单晶组件出货量24.53GW，其中对外销售23.96GW，同比增长223.98%。根据CPIA数据，2020年单晶市场份额已超九成，单晶产品下游需求增大，单晶一体化龙头业绩提升空间显著提高。

图表1: 2016-2020 年公司营业收入（亿元）



图表2: 2016-2020 年公司净利润（亿元）

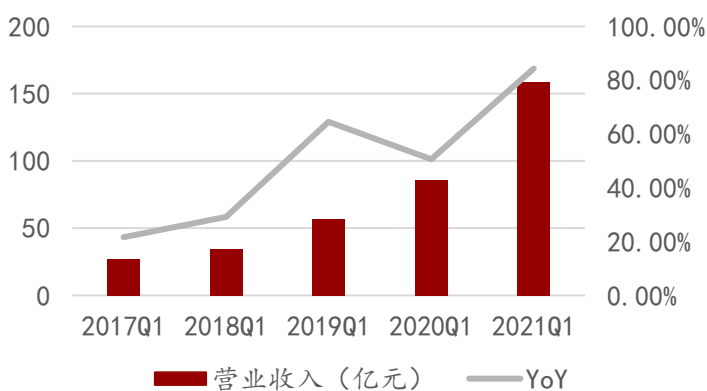


资料来源: wind, 万联证券研究所

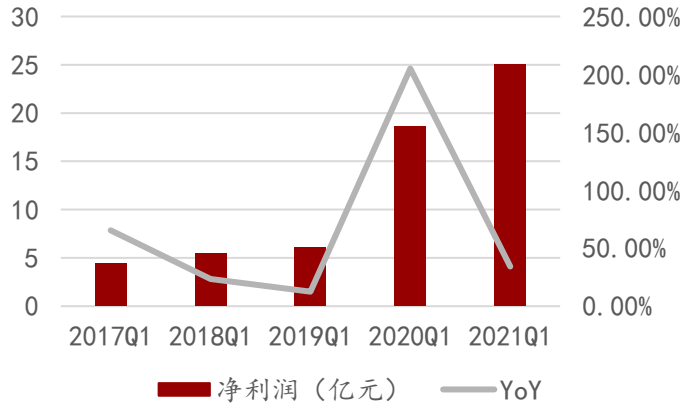
资料来源: wind, 万联证券研究所

Q1业绩亮眼，利润承压仍保持增长。公司21Q1营收喜人，21Q1实现营收158.54亿元，同比增长84.36%；21Q1实现归母净利润25.02亿元，同比增长34.24%，受累于原材料成本上升、价格调整存在一定滞后性、海外港口运能不足引起的运费提升及公司推进大尺寸电池片的整体战略，21Q1利润端短期承压，长期保持乐观。

图表3: 2017Q1-2021Q1 年公司营业收入（亿元）



图表4: 2017Q1-2021Q1 年公司净利润（亿元）



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

产能持续高速扩张，长单合约保障供应。公司维持扩产节奏，20年11月至今公告的扩产规划已达180.97亿元，积极布局单晶电池产能，累计33GW，产能有望温和提升。预计2021年单晶硅片/单晶电池/单晶组件产能分别达106/38/65GW，公司2021年业绩目标单晶硅片/单晶组件分别出货80/40GW。公司加强与上游硅料供货商沟通，签订长期供货合同，确保原材料供应稳定，确保业绩温和增长。

图表5: 2020-2022E 隆基硅片产能预测 (GW)

产线		2020		2021E		2022E	
		拉棒	切片	拉棒	切片	拉棒	切片
银川		27	20	30	25	30	25
楚雄	一期		10		10		10
	二期		10		10		10
	三期		20		20		20
丽江	一期	6	6		6	6	
	二期	6	6		6	6	
	三期		5		10		
保山	一期	6	6		6		
	二期	6	6		6		
曲靖	一期	10	10	10	10	10	
	二期		10	10	20	20	
西安			6		10		10
无锡			7		10		10
中宁		4.3		10			10
古晋		1	1	1	1	1	1
腾冲		10		10		10	
总计		76.3	84	100	106	105	138

资料来源: 万联证券研究所预测

图表6: 近期公司公告的重大采购事项

公告时间	采购标的	合约数量	测算金额 (亿元)
2021年2月3日	多晶硅	不少于9.14万吨	*73.28
2021年2月9日	多晶硅	不少于7.77万吨	*63.60
2021年2月9日	光伏玻璃	46GW组件用量	*104.00
2021年4月21日	光伏玻璃	不少于2.5亿平方米	*55.31
合并			*296.19

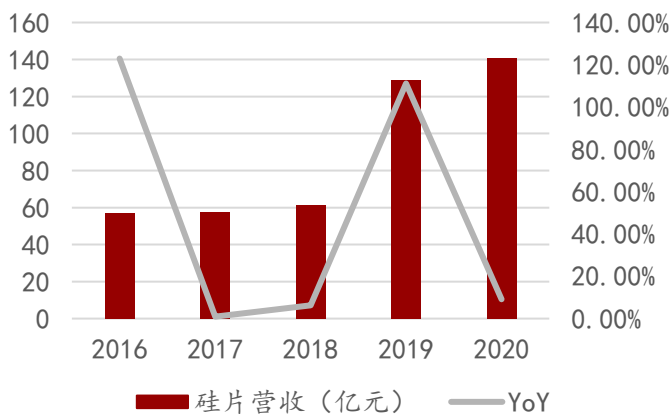
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2 非硅成本持续下降, 硅片盈利能力保持稳定

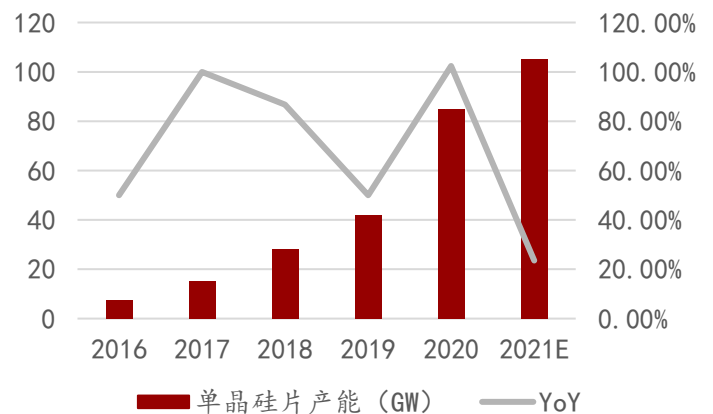
硅片出货持续增长, 受疫情影响营收增速减缓。产能方面, 截至2020年末, 公司硅片产能达到85GW, 同比大幅增长102.38%。在产能大幅增长的带动下, 公司2020年实现硅片出货量58.15GW, 其中对外销售31.84GW, 同比增长25.65%, 自用26.31GW; 单晶硅片产量58.90GW, 同比增长67.11%。公司2020年实现硅片营业收入140.97亿元,

同比增长9.17%，营收增速放缓的主要原因系上半年疫情影响导致硅片价格大幅下滑。

图表7: 2016-2020 年公司单晶硅片业务营收 (亿元)



图表8: 2016-2020 年公司单晶硅片产能 (GW)

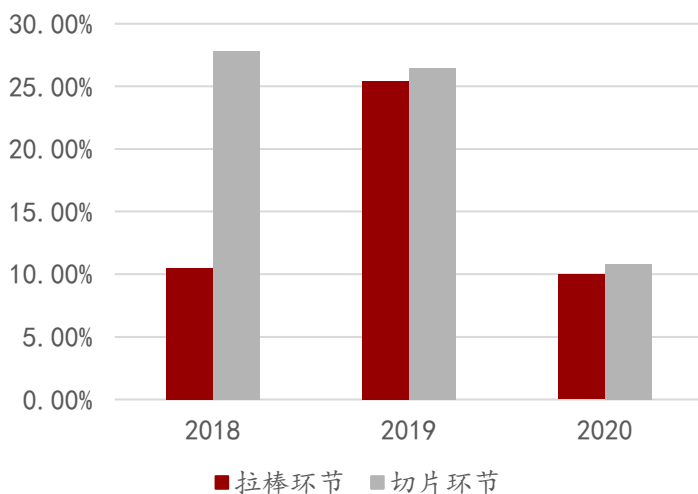


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

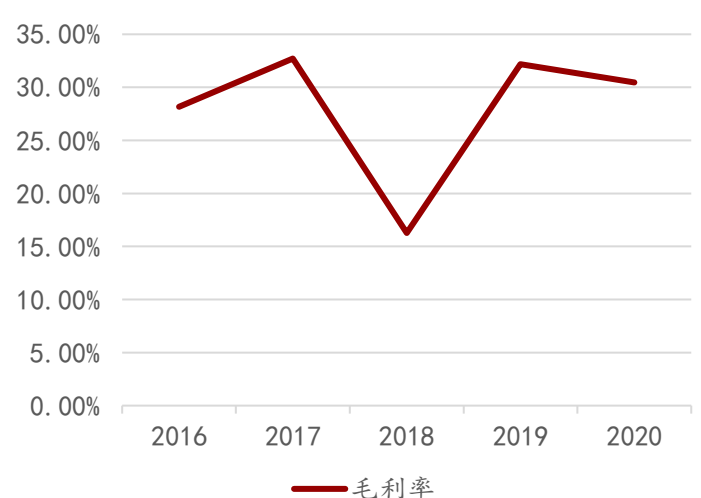
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

非硅成本持续降低, 盈利能力有望保持稳定。因光伏平价上网的大力推进, 行业内推动降本, 公司成本控制优秀, 盈利能力保持稳定。公司非硅成本保持下降趋势, 20年拉棒环节成本下降9.98%, 切片环节成本下降10.82%。受原材料价格上升及公司, 20年硅片及硅棒业务毛利率30.36%, 小幅下降1.37pct, 仍保持较高水平。考虑公司近期提价行为及大尺寸硅片推进, 公司盈利能力有望回升。

图表9: 近三年公司非硅成本降幅



图表10: 2016-2020 年公司硅片毛利率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

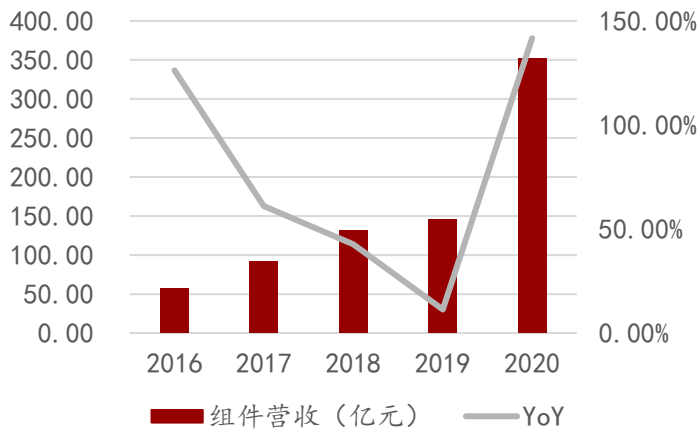
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3 单晶组件增长喜人, 出货量荣登全球榜首

隆基组件出货全球第一, 今年40GW目标傲视群雄。公司20年实现单晶组件出货量24.53GW, 其中对外销售23.96GW, 同比增长223.98%, 组件销售量首次登上全球第一; 实现营业收入352.13亿元, 同比增长141.68%。公司组件实现海外销售11.25GW, 同比增长125%。海外需求受到疫情影响, 海外销售占比由去年的67.5%下滑至47%; 今年疫情改善, 国外需求有望迎来爆发。公司以产品和品牌优势加强客户沟通, 组件市场占有率快速提升, 2020年全球市场占有率约19%, 较2019年大幅提升11pct; 20年

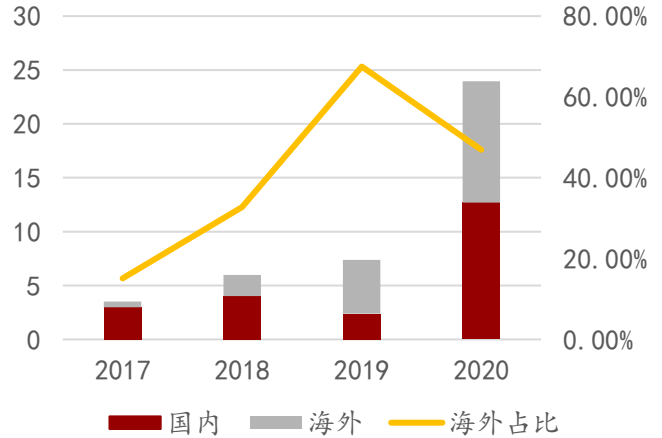
组件实现海外市场销售额194.02亿元，同比增长97.28%。且2020年单晶组件产销率97.68%，需求旺盛。公司2021年组件出货目标40GW，继续巩固全球出货第一的位置。

图表11: 2016-2020 年单晶组件营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

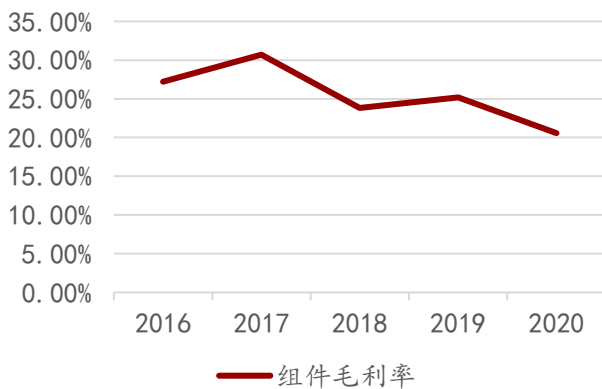
图表12: 2017-2020 年公司组件出货情况 (GW)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

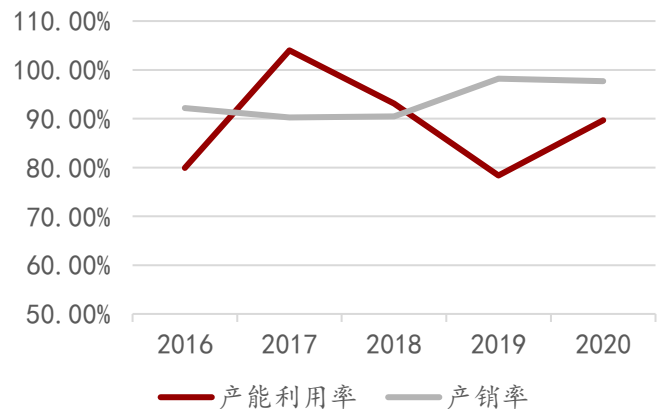
Q1原材料涨价, 组件毛利率承压。今年一季度, 受到硅料、银浆、胶膜等原材料涨价的影响, 光伏组件盈利水平受到极大压缩。从公司来看, 近年来组件毛利率持续下滑, 20年全年毛利率20.57%, 同比下滑4.61pct。我们认为, 公司组件毛利率下降属于行业正常情况, 随着组件开工率下行、行业利润水平低下, 未来高成本产能将逐步退出, 组件行业有望迎来格局重塑, 公司凭借规模和成本优势有望迎来市占率和盈利水平的双重提升。

图表13: 2016-2020 年公司单晶组件毛利率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表14: 2016-2020 年公司组件产能利用率和产销率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4 风险提示

国际贸易保护风险; 行业政策风险; 产品价格下跌风险; 原材料价格上升风险。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	54583	94848	123906	137334
%同比增速	66%	74%	31%	11%
营业成本	41146	74832	96057	104957
毛利	13438	20017	27849	32376
%营业收入	25%	21%	22%	24%
税金及附加	282	503	620	687
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1073	3035	3965	4120
%营业收入	2%	3%	3%	3%
管理费用	1466	2656	3345	3433
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	499	854	1053	1099
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	378	428	554	663
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-950	-835	-1238	-1540
信用减值损失	-167	0	0	0
其他收益	283	569	743	824
投资收益	1078	1043	1239	1373
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-12	-47	-12	-14
营业利润	9971	13271	19045	23018
%营业收入	18%	14%	15%	17%
营业外收支	-59	0	0	0
利润总额	9912	13271	19045	23018
%营业收入	18%	14%	15%	17%
所得税费用	1212	1460	2000	2417
净利润	8700	11812	17045	20601
%营业收入	16%	12%	14%	15%
归属于母公司的净利润	8552	11221	15340	18541
%同比增速	62%	31%	37%	21%
少数股东损益	147	591	1704	2060
EPS（元/股）	2.21	2.90	3.97	4.80

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.21	2.90	3.97	4.80
BVPS	9.08	13.53	19.51	26.21
PE	41.79	31.85	23.30	19.28
PEG	0.67	1.02	0.63	0.92
PB	10.18	6.83	4.74	3.53
EV/EBITDA	26.86	20.64	13.80	10.63
ROE	24%	21%	20%	18%
ROIC	19%	16%	17%	15%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	26963	44082	63486	91536
交易性金融资产	4	4	4	4
应收票据及应收账款	11535	24152	29764	32988
存货	11452	20317	26303	28738
预付款项	1891	3264	4272	4664
合同资产	1127	979	1492	1772
其他流动资产	2129	2870	2980	3160
流动资产合计	55101	95668	128301	162862
长期股权投资	1456	1456	1456	1456
固定资产	24506	34885	47941	59495
在建工程	2400	7400	9400	8400
无形资产	598	998	1498	2098
商誉	176	176	176	176
递延所得税资产	880	880	880	880
其他非流动资产	2518	2518	2518	2518
资产总计	87635	143980	192169	237884
短期借款	2416	12000	15000	25000
应付票据及应付账款	22144	40968	52913	57476
预收账款	0	4228	5071	4851
合同负债	5018	4563	6833	8000
应付职工薪酬	1021	1764	2309	2520
应交税费	661	1111	1442	1612
其他流动负债	14249	29012	36442	48284
流动负债合计	43092	81646	105011	122744
长期借款	1125	1125	1125	1125
应付债券	4351	4351	4351	4351
递延所得税负债	728	728	728	728
其他非流动负债	2740	2740	2740	2740
负债合计	52037	90591	113955	131689
归属于母公司的所有者权益	35106	52307	75427	101348
少数股东权益	492	1083	2787	4848
股东权益	35598	53389	78214	106195
负债及股东权益	87635	143980	192169	237884

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	11015	20809	28925	27928
投资	-425	0	0	0
资本性支出	-4800	-13447	-12512	-9614
其他	54	1043	1239	1373
投资活动现金流净额	-5171	-12404	-11273	-8240
债权融资	0	0	0	0
股权融资	136	0	0	0
银行贷款增加（减少）	9351	9584	3000	10000
筹资成本	-2051	-871	-1248	-1638
其他	-4626	0	0	0
筹资活动现金流净额	2810	8713	1752	8362
现金净流量	8345	17119	19404	28050

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场