

光伏设备

业绩持续增长，竞争优势凸显

2021年04月21日

——隆基股份 2020 及 2021Q1 财报点评

公司评级：增持(维持)

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

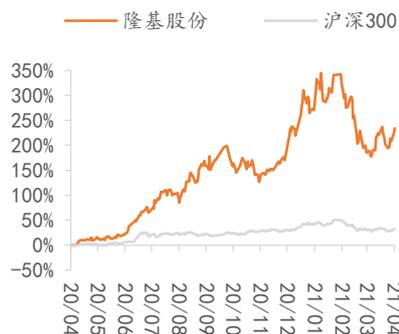
相关报告

1、全球单晶龙头，持续加强竞争优势
2020.12.22

核心观点：

- 1) **公司业绩持续高增长。**2020 年度，公司实现收入 545.8 亿元 (+66%)，归母净利润 85.5 亿元 (+62%)，四个季度营收同比增速分别为 51%/37%/60%/103%，归母净利润同比增速分别为 205%/61%/52%/22%。2021 年一季度，公司营收及归母净利润同比增速分别达 84%及 34%，持续保持快速增长。营收较快增长主要是组件业务增长较快，利润增速低于收入增速主要是组件业务毛利率低于硅片业务所致。
- 2) **组件市占率大幅提升，海外市场快速拓展。**2020 年，公司硅片产量 58.9GW (+67.1%)，其中外销 31.8GW (+25.7%)，自用 26.3GW，同比大幅增长约 160%；组件产量 26.6GW (+198.7%)，外销 24GW (+224%)，自用 0.57GW。2020 年公司组件产品全球市场占有率约 19%，同比大幅提升 11pcts。公司继续推进全球化战略，持续拓展海外市场，全年海外收入 214.6 亿元，同比增长 70%，占总收入达 40%
- 3) **持续保持规模、技术成本优势。**2020 年末，公司单晶硅片、电池及组件产能分别达 85GW、30GW 及 50GW，行业领先，持续保持规模优势。全年研发投入 25.9 亿元 (+55%)，占营业收入 4.8%。公司大尺寸产品和 N 型产品品质控制水平持续提升，核心关键品质指标持续优化，非硅成本进一步降低，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 10%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 10.8%，硅片质量和成本保持行业领先。
- 4) **盈利预测与投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.95/3.93/4.84 元，对应市盈率为 31/24/19 倍。全球光伏需求确定性高，公司规模、技术成本及品牌优势明显，行业集中度将持续提升，维持公司“增持”评级。
- 5) **风险提示：**国际贸易保护风险；新冠疫情导致需求下滑风险；市场竞争风险。

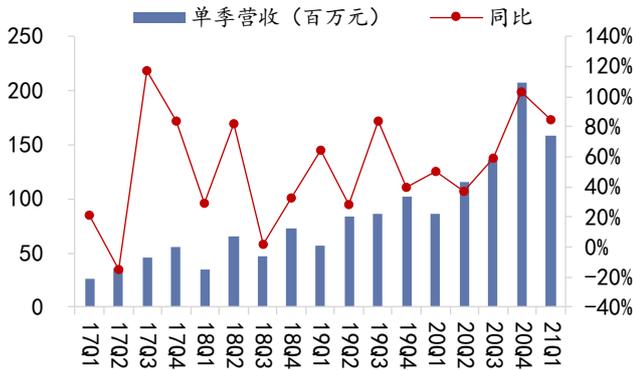
隆基股份 (601012) 与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	357,254.88
流通市值 (百万)	357,246.97
总股本 (百万股)	3,866.39
流通股本 (百万股)	3,866.31
日成交额 (百万)	7,759.80
当日换手率 (%)	2.17
第一大股东	李振国
请务必阅读文末重要声明及免责条款	

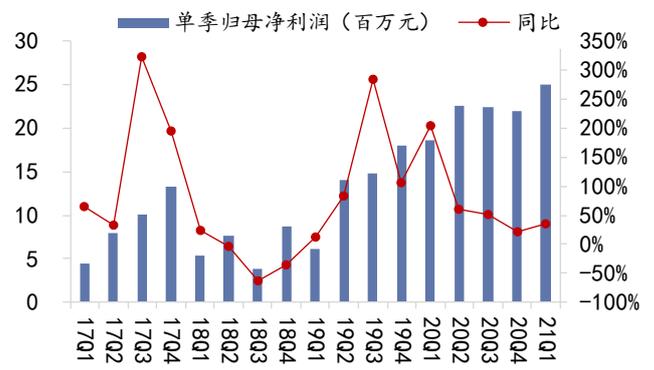
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	54583.18	86628.58	108659.48	127447.15
收入同比	65.92%	58.71%	25.43%	17.29%
净利润 (百万元)	8552.37	11404.97	15193.25	18699.00
净利润同比	62.0%	33.4%	33.2%	23.1%
毛利率	24.62%	21.53%	22.13%	22.77%
净利率	15.67%	13.17%	13.98%	14.67%
EPS (元)	2.21	2.95	3.93	4.84
PE (倍)	41.8	31.3	23.5	19.1

Figure 1 公司营业收入情况（按季度）



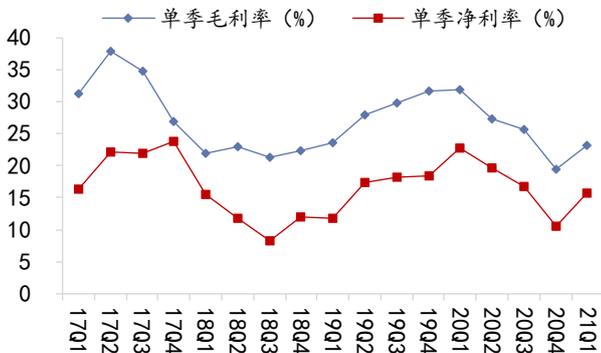
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润情况（按季度）



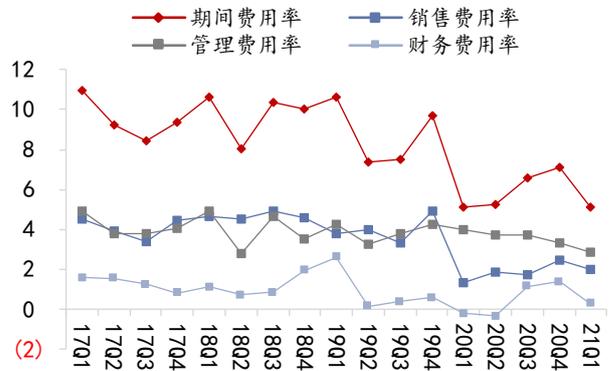
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1.1 关键假设

(1) 收入假设:

太阳能组件及电池业务: 公司利用产品和品牌优势持续拓展客户, 2020年组件产品在全球的市场占有率约为19%, 较2019年大幅提升11个百分点。我们预计2021-2023年公司组件产能达65GW、80GW及100GW, 随着产能释放, 公司组件市占率有望持续提升。考虑公司组件业务量价趋势因素, 我们预计公司2021-2023年太阳能组件及电池业务收入分别为642亿元、822亿元及975亿元, 同比增速分别达77%、28%及19%。

硅片及硅棒业务: 我们预计公司2021-2023年硅片产能达105GW、130GW及150GW, 随着公司产能扩张及释放, 公司市占率将进一步提升, 继续维持龙头地位。考虑公司硅片业务量价趋势因素, 我们预计公司2021-2023年硅片及硅棒业务收入分别为191亿元、226亿元及257亿元, 同比增速分别为23.3%、18.6%及13.4%。

其他业务: 下游电站业务, 公司重点放在电站建设服务EPC方面, 同时积极布局光伏建筑一体化BIPV。我们预计2021-2023年, 电站建设及服务业务收入同比增速分别为30%/20%/20%, 电力业务收入同比增速分别为0%/0%/0%, 其他收入增速分别为10%/10%/10%。

(2) 毛利率假设:

公司整体毛利率主要由产品结构、价格及成本等因素决定。产品结构方面, 毛利相对较低的组件业务收入占比提升拉低了综合毛利率。虽然目前产业链成本高企, 但公司不断利用技术优势降本增效, 非硅成本不断下降。我们预计2021-2023年, 公司综合毛利率分别为21.5%/22.1%/22.8%, 其中硅片及硅棒业务毛利率分别为30%/30.5%/30.5%, 太阳能组件及电池业务毛利率分别为18%/19%/20%。

Figure 6 公司收入及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
太阳能组件及电池	9564	13613	15110	36239	64193	82237	97471
同比	58.6%	42.3%	11.0%	139.8%	77.1%	28.1%	18.5%
硅片及硅棒	5880	6434	13777	15513	19125	22677	25720
同比	15.9%	9.4%	114.1%	12.6%	23.3%	18.6%	13.4%
电站建设及服务		682	2831	1325	1723	2067	2481
同比			315.1%	-53.2%	30.0%	20.0%	20.0%
电力	447	797	773	694	694	694	694
同比	657.5%	78.2%	-3.0%	-10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	471	462	407	813	894	984	1082
同比	28.5%	-1.9%	-11.9%	100.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计收入	16362	21988	32897	54583	86629	108659	127447
同比	41.9%	34.4%	49.6%	65.9%	58.7%	25.4%	17.3%
毛利率							
太阳能组件及电池	30.4%	23.3%	24.6%	20.5%	18.0%	19.0%	20.0%
硅片及硅棒	32.7%	16.1%	31.7%	30.4%	30.0%	30.5%	30.5%
电站建设及服务		10.0%	26.5%	35.7%	30.0%	30.0%	30.0%
电力	71.6%	63.1%	65.1%	64.3%	64.0%	64.0%	64.0%
其他	26.9%	25.5%	42.0%	45.5%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率	32.3%	22.3%	28.9%	24.6%	21.5%	22.1%	22.8%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

1.2 盈利预测与投资评级

根据假设条件，我们预测公司 2021/2022/2023 年实现的营业收入分别为 866 亿元/1087 亿元/1274 亿元，同比增速分别为 58.7%/25.4%/17.3%；实现的归属母公司净利润分别为 114 亿元、152 亿元和 187 亿元，同比增速分别为 33.4%/33.2%/23.1%；实现的 EPS 分别为 2.95 元、3.93 元及 4.84 元。

根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年市盈率分别为 31/24/19 倍。全球光伏需求确定性强，公司为硅片、组件龙头，在垂直一体化战略下积极拓展产业链，在规模优势、技术优势及成本控制优势下，竞争力不断加强，市占率将持续提升。我们维持公司“增持”评级。

二、风险因素

2.1 国际贸易保护风险

近年欧洲、美国、印度等国家相继已对我国光伏企业多次发起“双反”调查。这种国际间不断挑起的贸易摩擦，对我国光伏产业发展造成了一定的冲击，未来不排除其他国家仿效，从而导致更多贸易摩擦产生。随着公司国际化战略步伐加快，海外收入的快速提升，虽然公司已通过实施海外生产布局等措施规避相关贸易壁垒，但仍面临严峻的国际贸易壁垒及贸易政策变化带来的不确定风险。

2.2 新冠病毒疫情导致的需求下滑风险

若新冠疫情持续发酵且得不到有效控制，将会引起宏观经济的持续波动，宏观经济环境的变化将影响光伏下游系统运营商的融资安排以及融资成本，从而影响终端市场的投资回报率，并最终影响光伏产业链的终端需求。若电力需求出现衰退，可能会导致全球光伏终端装机需求的减少，部分客户订单可能被延迟或取消，公司经营将受到影响。

2.3 市场竞争加剧风险

光伏行业经过市场充分竞争和淘汰，落后过剩产能逐步得到出清，市场和资源逐步向优势企业集中，市场竞争格局得到重塑，但与此同时也加剧了行业内骨干企业的竞争程度，且竞争焦点也由原来的规模和成本转向企业的综合竞争力，包括商业模式创新、技术研发、融资能力、运营管理、市场营销等。同时，在行业垂直一体化发展趋势下，业内主要企业纷纷拓展产业链，市场竞争日趋激烈。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	54583	86629	108659	127447
每股收益	2.21	2.95	3.93	4.84	营业成本	41146	67973	84611	98433
每股净资产	9.08	12.33	16.68	22.05	毛利率%	24.6%	21.5%	22.1%	22.8%
每股经营现金流	2.85	3.46	4.77	4.40	营业税金及附加	282	447	561	658
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1073	1733	2173	2549
P/E	41.77	31.32	23.51	19.11	营业费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	10.18	7.49	5.54	4.19	管理费用	1466	2339	2934	3441
P/S	6.38	4.02	3.21	2.73	管理费用率%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	26.86	22.43	16.63	13.15	研发费用	499	866	1087	1274
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
盈利能力指标 (%)					财务费用	378	359	339	364
毛利率	24.6%	21.5%	22.1%	22.8%	财务费用率%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%
净利润率	15.7%	13.2%	14.0%	14.7%	资产减值损失	-950	-1000	-1050	-1100
净资产收益率	24.4%	23.9%	23.6%	21.9%	投资收益	1078	866	1087	1274
资产回报率	9.8%	9.5%	10.1%	10.3%	营业利润	9971	13010	17315	21299
投资回报率	19.2%	19.9%	20.2%	19.1%	营业外收支	-59	-50	-50	-50
盈利增长 (%)					利润总额	9912	12960	17265	21249
营业收入增长率	65.9%	58.7%	25.4%	17.3%	所得税	1212	1555	2072	2550
EBIT 增长率	50.5%	31.2%	30.3%	22.0%	有效所得税率%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	62.0%	33.4%	33.2%	23.1%	少数股东损益	147	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	8552	11405	15193	18699
资产负债率	59.4%	59.9%	56.8%	52.8%					
流动比率	1.28	1.32	1.43	1.56	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.94	0.94	1.04	1.16	货币资金	26963	35500	50000	64000
现金比率	0.63	0.56	0.65	0.73	应收款项	11535	21360	26793	34219
经营效率指标 (%)					存货	11452	18995	23645	27777
应收帐款周转天数	48.62	55.00	55.00	60.00	其它流动资产	5151	7330	8733	10168
存货周转天数	101.59	102.00	102.00	103.00	流动资产合计	55101	83185	109171	136164
总资产周转率	0.62	0.72	0.72	0.70	长期股权投资	1456	1456	1456	1456
固定资产周转率	2.23	3.16	3.61	3.85	固定资产	24506	27426	30136	33146
					在建工程	2400	3900	5400	6900
					无形资产	598	598	598	598
					非流动资产合计	32534	36953	41163	45673
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	87635	120138	150334	181837
净利润	8552	11405	15193	18699	短期借款	2416	2217	2190	2932
少数股东损益	147	0	0	0	应付账款	22144	34452	42190	47464
非现金支出	3338	2150	2330	2500	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-751	-344	-570	-740	其它流动负债	18532	26352	32024	36741
营运资金变动	-272	180	1504	-3441	流动负债合计	43092	63021	76403	87137
经营活动现金流	11015	13391	18456	17017	长期借款	1125	1125	1125	1125
资产	-4800	-5050	-4550	-4550	其它长期负债	7819	7819	7819	7819
投资	-425	0	0	0	非流动负债合计	8944	8944	8944	8944
其他	54	866	1087	1274	负债总计	52037	71966	85348	96082
投资活动现金流	-5171	-4183	-3463	-3276	实收资本	3772	3772	3772	3772
债权募资	9351	-199	-27	742	归属于母公司所有者权益	35106	47681	64494	85263
股权募资	136	0	0	0	少数股东权益	492	492	492	492
其他	-6677	-472	-466	-484	负债和所有者权益合计	87635	120138	150334	181837
融资活动现金流	2810	-671	-493	258					
现金净流量	8345	8537	14500	14000					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。