

光伏

报告原因：定期报告点评

2021年4月22日

隆基股份(601012.SH)

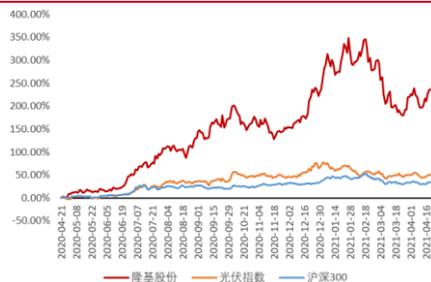
硅片组件出货双冠, 毛利率有望筑底回升

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月22日

收盘价(元):	90.61
年内最高/最低(元):	125.68/75.01
流通A股/总股本(亿):	38.66/38.66
流通A股市值(亿):	3503.26
总市值(亿):	3503.34

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	2.27
摊薄每股收益:	2.27
每股净资产(元):	10.86
净资产收益率:	24.36%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

潘海涛：010-83496305

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司同时发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 545.83 亿元，同比增长 65.92%；实现归母净利润 85.52 亿元，同比增长 61.99%；实现扣非归母净利润 81.43 亿元，同比增长 59.87%。2021 年 Q1 公司实现营业收入 158.54 亿元，同比增长 84.36%；实现归母净利润 25.02 亿元，同比增长 34.24%；实现扣非归母净利润 24.21 亿元，同比增长 37.46%。公司业绩基本符合市场预期。

事件点评

➢ **费用水平维持稳定，毛利率有所下降。**2020 年 Q4 公司实现营业收入 207.51 亿元，同比增长 103.36%，环比增长 51.57%，主要由于四季度抢装潮下公司组件出货量大增。2020 年 Q4 公司综合毛利率为 19.37%，同比下降 12.37pct，环比下降 6.42pct，主要由于多晶硅及光伏玻璃等原材料较大幅度涨价所致。2021 年 Q1 公司综合毛利率 23.21%，同比下降 8.66pct，环比有所上升，主要由于一季度公司硅片价格随原材料价格调涨，且组件开工率降低。2021 年 Q1 公司销售期间费用率为 5.12%，同比持平。截止一季度末，公司预付款项为 47.45 亿元，同比增长 150.93%，主要由于硅料紧缺导致该项预付款金额占比较大；公司存货为 151.88 亿元，同比增长 32.62%，主要由于公司存货一季度周转较慢，存货中组件占比较大，且由于近期海运船只紧张，在运金额较大。

➢ **硅片产销稳居第一，非硅成本持续降低，大尺寸硅片推广顺利。**2020 年公司硅片业务实现营收 140.97 亿元，占总收入的 26%，全年单晶硅片产量达 58.90GW，同比增长 67%，出货量约 58GW，同比增长 65.71%，其中外销占比 55%，市占率约 46%，全球第一大硅片供应商地位稳固。2020 年公司加快单晶硅片扩产进度，银川（15GW）硅棒及硅片、腾冲（10GW）硅棒、曲靖（10GW）硅棒和硅片等项目均已投产，截止 2020 年底公司单晶硅片产能达到 85GW，占全球总产能的 41%，位居全球第一。公司持续进行工艺优化，2020 年实现拉晶环节非硅成本同比下降 9.98%，切片环节非硅成本同比下降 10.82%，新推出 M10 大尺寸硅片市场需求稳步提升，2021 年 Q1 公司 M10 硅片在对外销量中占比约为 14%，预计下半年将出现明显增长。

➢ **组件盈利筑底，BIPV 产品开始出货。**2020 年公司组件业务实现营收





352.13 亿元，占总收入的 65%，同比增长 20pct，公司深化全球化战略，组件销售区域更加多元化，海外营收占比达到 39%。全年公司实现组件出货量 24.5GW，同比增长 193%，其中外销 23.96GW，组件出货量已跃居全球第一，市占率约 19%，同比增长 11pct，其中海外组件出货量 11.25GW，同比增长 125%。2020 年公司泰州二期(5GW)、咸阳(5GW)、滁州二期(5GW)、嘉兴(5GW) 组件项目投产，截止 2020 年底公司组件产能已达 50GW。受原材料价格上涨影响，2020 年公司组件业务毛利率 20.53%，同比下降 4.65pct。2021 年 Q1 因多晶硅供应紧缺，公司硅片优先保证客户交付，电池产能部分停产，组件开工率保持较低水平，且公司仍有约 15GW 去年结转低价组件订单，给公司业绩带来一定压力，预计组件盈利水平近期已接近底部，四季度随着多晶硅新上产能的逐步投放，公司组件业务有望实现量价齐升。另外，公司通过收购森特股份部分股权成为其第二大股东，借助其在建材市场的优势推动 BIPV 业务的发展，2021 年 BIPV 预计出货量约 400MW，未来有望给公司带来新的业绩增长点。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.80\3.82\4.72，对应公司 4 月 22 日收盘价 90.61 元，2021-2023 年 PE 分别为 32.32\23.70\19.18，维持“买入”评级。

风险提示

➤ 全球光伏政策变动风险；产品及原材料价格波动风险；光伏新增装机不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	55,101.2	69,032.9	88,600.4	108,850.1	营业收入	54583.2	87169.3	103818.7	119702.9
现金	26,963.4	20,000.0	30,500.0	43,260.0	营业成本	41145.6	69997.0	80978.6	92051.6
应收账款	7,593.6	12,550.2	14,529.8	16,855.0	营业税金及附加	281.9	435.8	519.1	598.5
其他应收款	395.7	1,031.7	967.6	1,133.4	销售费用	1073.4	1743.4	2076.4	2394.1
预付账款	1,890.9	3,025.2	4,514.4	6,216.9	管理费用	1465.8	2440.7	2906.9	3351.7
存货	11,509.5	17,259.5	19,967.3	22,697.6	研发费用	499.1	802.0	955.1	1101.3
其他流动资产	6,748.1	15,166.3	18,121.2	18,687.2	财务费用	378.3	-125.0	-233.1	-376.6
非流动资产	32,533.6	43,321.0	50,789.7	57,141.8	加:其他费用	283.0	230.0	200.0	200.0
长期投资	1,455.9	1,892.6	2,460.4	3,198.5	资产减值损失	-949.7	-15.6	22.2	25.2
固定资产	25,105.5	29,779.4	34,737.2	39,322.9	公允价值变动收益	0.0	-4.0	0.0	0.0
无形资产	597.6	554.0	515.3	479.3	投资净收益	1077.5	703.8	673.7	818.3
其他非流动资产	5,374.6	11,095.0	13,076.8	14,141.0	营业利润	9971.2	12820.8	17467.3	21575.6
资产总计	87,634.8	112,353.9	139,390.0	165,991.9	营业外收入	14.1	14.0	16.0	13.0
流动负债	43,092.5	57,290.5	70,953.4	79,101.8	营业外支出	73.4	50.0	50.0	50.0
短期借款	2,416.0	2,773.0	1,357.0	2,035.0	利润总额	9911.9	12784.8	17433.3	21538.6
应付账款	11,169.3	15,725.3	19,856.7	22,746.7	所得税	1212.2	1917.7	2615.0	3230.8
其他流动负债	29,507.2	38,792.1	49,739.8	54,320.2	净利润	8699.7	10867.1	14818.3	18307.9
非流动负债	8,944.3	9,712.2	9,474.6	11,064.3	少数股东损益	147.3	27.2	37.0	45.8
长期借款	1,125.3	2,125.3	1,300.3	1,759.3	归属母公司净利润	8552.4	10839.9	14781.2	18262.1
其他非流动负债	7,819.0	7,586.9	8,174.3	9,305.0	EBITDA	14685.8	16433.6	22000.9	27008.0
负债合计	52,036.8	67,002.6	80,428.1	90,166.1	EPS (元)	2.2	2.8	3.8	4.7
少数股东权益	492.3	519.5	556.5	602.3	主要财务比率				
股本	3,771.8	3,866.4	3,866.4	3,866.4	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	10,461.1	10,487.2	10,469.8	10,472.7	成长能力				
留存收益	20,503.6	30,476.3	44,075.0	60,876.2	营业收入	65.92%	59.70%	19.10%	15.30%
归属母公司股东权益	35,105.8	44,829.9	58,411.2	75,215.2	营业利润	58.33%	28.58%	36.24%	23.52%
负债和股东权益	87,634.8	112,352.0	139,395.8	165,983.7	归属于母公司净利润	61.99%	26.75%	36.36%	23.55%
					获利能力				
					毛利率(%)	24.62%	19.70%	22.00%	23.10%
					净利率(%)	15.67%	12.44%	14.24%	15.26%
					ROE(%)	24.44%	23.96%	25.13%	24.15%
					ROIC(%)	69.30%	64.09%	46.14%	55.96%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.38%	59.64%	57.70%	54.32%
					净负债比率(%)	-5.29%	47.10%	45.62%	39.18%
					流动比率	1.28	1.20	1.25	1.38
					速动比率	1.01	0.90	0.97	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.87	0.82	0.78
					应收账款周转率	9.45	8.96	7.94	7.82
					应付账款周转率	6.51	6.48	5.84	5.62
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.21	2.80	3.82	4.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	2.01	6.10	5.66
					每股净资产(最新摊薄)	9.08	11.59	15.11	19.45
					估值比率				
					P/E	41.0	32.3	23.7	19.2
					P/B	10.0	7.8	6.0	4.7
					EV/EBITDA	22.43	20.52	14.73	11.58

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11,014.9	7,767.3	23,582.6	21,882.9
净利润	8,699.7	10,839.9	14,781.2	18,262.1
折旧摊销	2,221.2	3,165.9	4,011.6	4,907.7
财务费用	385.0	-125.0	-233.1	-376.6
投资损失	-1,077.5	-703.8	-673.7	-818.3
营运资金变动	3,282.6	-5,417.3	5,637.4	-162.8
其他经营现金流	-2,496.1	7.5	59.2	70.9
投资活动现金流	-5,170.8	231.6	122.1	82.6
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-381.7	-436.8	-567.8	-738.1
其他投资现金流	-4,789.1	668.3	689.9	820.7
筹资活动现金流	2,809.6	-1,701.4	-3,106.7	800.5
短期借款	1,561.6	357.0	-1,416.0	678.0
长期借款	-1,383.3	1,000.0	-825.0	459.0
普通股增加	-0.2	94.6	0.0	0.0
资本公积增加	-0.9	26.0	-17.3	2.9
其他筹资现金流	2,632.5	-3,179.1	-848.4	-339.4
现金净增加额	8,653.7	6,297.4	20,598.0	22,766.0

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

