

隆基股份 (601012)

2021年05月18日

转债募资 70 亿元扩产 N 型高效电池，一体化龙头领跑行业

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

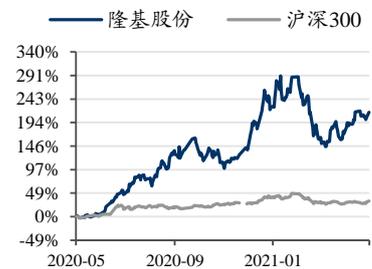
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	54,583	89,816	112,039	131,900
同比 (%)	65.9%	64.5%	24.7%	17.7%
归母净利润 (百万元)	8552	11615	15235	20442
同比 (%)	62.0%	35.8%	31.2%	34.2%
每股收益 (元/股)	2.27	3.00	3.94	5.29
P/E (倍)	43.82	33.07	25.21	18.79

投资要点

- **事件:** 公司发布可转债预案, 募集资金总额不超过 70 亿元, 用于西咸乐叶年产 15GW 单晶高效单晶电池项目 (总投资 55.12 亿元, 内部收益率 46.71%, 投资回收期 3.35 年)、宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目 (一期 3GW) (总投资 12.48 亿元, 内部收益率 25.19%, 投资回收期 3.87 年) 以及补充流动资金。
- **高效电池领先布局, 业内率先量产:** 公司是单晶领域的绝对龙头, 凭借硅片端积累的大量资本以及电池端积累的大量研发成果 (近期刷新 TOPCON 商业化量产世界纪录, 效率 25.09%)。公司自 20 年末至今公告合计扩产约 33GW 高效电池, 其中 3GW 将于今年 Q4 投产, 20GW+ 于明年投产, 针对 N 型核心技术已申请专利 24 项, 已授权 14 项, 中试量产效率超过 24%, 是业内首家率先量产高效电池的企业。
- **硅片、电池、组件均龙头, 21 年市占率加速提升:** 公司单晶硅片环节一直保持龙一地位, 20 年出货 58GW, 测算市占率约 40%, 21 年目标 80GW+, 测算市占率达到 44%+; 电池环节 21 年出货我们预计在 35GW 左右, 测算市占率约 19%, 已与通威水平相当。组件 20 年跃升为龙一, 20 年出货 24.53GW, 测算市占率约 16%, 21 年目标 40GW+, 测算市占率达到 20%+。
- **产能迅速扩张, 龙头地位巩固:** 公司一体化产能快速扩张, 20 年底硅片产能 85GW, 电池产能 30GW, 组件产能 50GW, 我们预计 21 年年底对应产能为 105GW、38GW、65GW。公司已突破核心电池技术, 且自制或与设备厂共同研发核心设备, 22 年有望在获取电池新技术红利的同时进一步形成差异化优势, 强化公司护城河, 我们预计 22 年电池产能将达到 60GW+, 进一步巩固龙头地位。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 21-23 年业绩 116.15 亿元、152.35 亿元、204.42 亿元。同比+35.8%, +31.2%, +34.2%, EPS 分别为 3.00、3.94、5.29 元每股, 目标价 120 元, 对应 21 年 40X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	99.35
一年最低/最高价	29.86/125.68
市净率(倍)	9.15
流通 A 股市值(百万元)	384117.82

基础数据

每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	55.01
总股本(百万股)	3866.39
流通 A 股(百万股)	3866.31

相关研究

- 1、《隆基股份 (601012): 隆基股份 20 年报&21Q1 点评: Q1 业绩超预期, 龙头盈利能力卓越》2021-04-21
- 2、《隆基股份 (601012) 业绩预告: 四季度业绩略受减值影响, 全产业链龙头强者恒强》2021-01-29
- 3、《隆基股份 (601012) 三季报点评: 现金流及预收款亮眼, 单晶龙头强者恒强》2020-11-01

事件：公司发布可转债券预案，募集资金总额不超过 70 亿元，用于西咸乐叶年产 15GW 单晶高效单晶电池项目（总投资 55.12 亿元，内部收益率 46.71%，投资回收期 3.35 年）、宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目（一期 3GW）（总投资 12.48 亿元，内部收益率 25.19%，投资回收期 3.87 年）以及补充流动资金。

图 1：隆基股份 2021 公开发行可转债募集资金使用情况及收益

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	内部收益率 (%)	投资静态回收期 (年)
1	西咸乐叶年产 15GW 单晶高效单晶电池项目	551,163.00	477,000.00	46.71	3.35
2	宁夏乐叶年产 5GW 单晶高效电池项目 (一期 3GW)	124,770.00	108,000.00	25.19	3.87
3	补充流动资金	115,000.00	115,000.00		
合计		790,933.00	700,000.00		

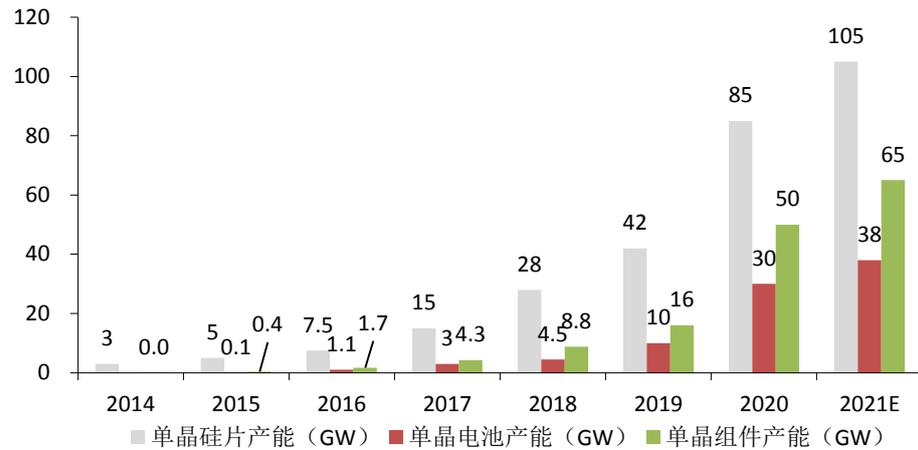
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高效电池领先布局，业内率先量产：公司是单晶领域的绝对龙头，凭借硅片端积累的大量资本以及电池端积累的大量研发成果（近期刷新 TOPCON 商业化量产世界纪录，效率 25.09%）。公司自 20 年末至今公告合计扩产约 33GW 高效电池，其中 3GW 将于今年 Q4 投产，20GW+ 于明年投产，针对 N 型核心技术已申请专利 24 项，已授权 14 项，中试量产效率超过 24%，是业内首家率先量产高效电池的企业。

硅片、电池、组件均龙头，21 年市占率加速提升：公司单晶硅片环节一直保持龙一地位，20 年出货 58GW，测算市占率约 40%，21 年目标 80GW+，测算市占率达到 44%+；电池环节 21 年出货我们预计在 35GW 左右，测算市占率约 19%，已与通威水平相当。组件 20 年跃升为龙一，20 年出货 24.53GW，测算市占率约 16%，21 年目标 40GW+，测算市占率达到 20%+。

产能迅速扩张，龙头地位巩固：公司一体化产能快速扩张，20 年底硅片产能 85GW，电池产能 30GW，组件产能 50GW，我们预计 21 年年底对应产能为 105GW、38GW、65GW。公司已突破核心电池技术，且自制或与设备厂共同研发核心设备，22 年有望在获取电池新技术红利的同时进一步形成差异化优势，强化公司护城河，我们预计 22 年电池产能将达到 60GW+，进一步巩固龙头地位。

图 2: 隆基历年单晶硅片、单晶电池、单晶组件产能 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 21-23 年业绩 116.15 亿元、152.35 亿元、204.42 亿元。同比+35.8%, +31.2%, +34.2%, EPS 分别为 3.00、3.94、5.29 元每股, 目标价 120 元, 对应 21 年 40X, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等

隆基股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	55101.2	94206.5	132474.1	166380.2	营业收入	54583.2	89815.7	112038.9	131899.8
现金	26963.4	36405.6	56552.7	72634.2	减:营业成本	41145.6	71376.6	89245.6	102673.6
应收账款	11857.8	29528.4	39904.3	50591.7	营业税金及附加	281.9	449.1	560.2	659.5
存货	11452.4	19555.2	25673.4	30942.7	营业费用	1073.4	1616.7	1904.7	2242.3
其他流动资产	4827.6	8717.2	10343.8	12211.5	管理费用	1531.7	2768.3	3045.0	3449.3
非流动资产	32533.6	35767.2	37476.8	38707.5	财务费用	378.3	305.9	265.3	227.9
长期股权投资	1455.9	1837.5	2219.2	2600.9	加:投资净收益	1077.5	1100.0	1200.0	1700.0
固定资产	26905.8	29777.6	31125.4	31994.3	其他收益	-1278.6	-531.0	-19.9	79.4
无形资产	597.6	577.7	557.8	537.9	营业利润	9971.2	13868.1	18198.4	24426.6
其他非流动资产	3574.4	3574.4	3574.4	3574.4	加:营业外净收支	-59.3	25.0	25.0	25.0
资产总计	87634.8	129973.7	169950.9	205087.6	利润总额	9911.9	13893.1	18223.4	24451.6
流动负债	43092.5	69845.8	93029.5	106606.5	减:所得税费用	1212.2	1667.2	2186.8	2934.2
短期借款	5202.4	3000.0	3600.0	4320.0	少数股东损益	147.3	611.3	801.8	1075.9
应付账款	22144.2	47910.3	59904.5	68917.9	归属母公司净利润	8552.4	11614.6	15234.7	20441.5
其他流动负债	15745.8	18935.4	29524.9	33368.6	EBIT	10898.3	14074.0	17863.7	23554.5
非流动负债	8944.3	13844.3	16621.7	19375.0	EBITDA	12940.5	16944.6	21321.2	27570.7
长期借款	1125.3	2125.3	3125.3	4125.3					
其他非流动负债	7819.0	11719.0	13496.4	15249.7	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	52036.8	83690.1	109651.1	125981.5	每股收益(元)	2.27	3.00	3.94	5.29
少数股东权益	492.3	957.0	1566.5	2384.4	每股净资产(元)	9.31	11.72	15.19	19.84
归属母公司股东权益	35105.8	45326.6	58733.2	76721.8	发行在外股份(百万股)	3771.8	3866.4	3866.4	3866.4
负债和股东权益	87634.8	129973.7	169950.9	205087.6	ROIC(%)	23.9%	31.8%	52.0%	64.0%
					ROE(%)	24.4%	25.6%	25.9%	26.6%
					毛利率(%)	24.6%	20.5%	20.3%	22.2%
					销售净利率(%)	15.7%	12.9%	13.6%	15.5%
					资产负债率(%)	59.4%	64.4%	64.5%	61.4%
					收入增长率(%)	65.9%	64.5%	24.7%	17.7%
					净利润增长率(%)	62.0%	35.8%	31.2%	34.2%
					P/E	43.82	33.07	25.21	18.79
					P/B	10.67	8.47	6.54	5.01
					EV/EBITDA	32.98	27.05	22.72	18.16

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>