

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

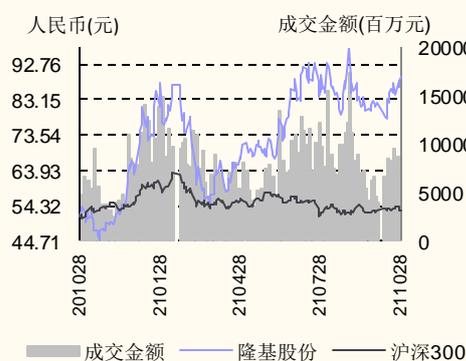
公司点评

市场价格 (人民币): 89.12 元

目标价格 (人民币): 120.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	54.13
已上市流通 A 股(亿股)	54.13
总市值(亿元)	4,824.02
年内股价最高最低(元)	97.30/44.71
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



压力下实现高质量盈利，宏微观领先优势稳固

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,897	54,583	91,904	127,368	145,831
营业收入增长率	49.62%	65.92%	68.38%	38.59%	14.50%
归母净利润(百万元)	5,280	8,552	11,126	16,242	20,656
归母净利润增长率	106.40%	61.99%	30.10%	45.98%	27.18%
摊薄每股收益(元)	1.400	2.27	2.06	3.00	3.82
每股经营性现金流净额	2.15	2.37	4.09	5.57	6.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.11%	24.36%	27.55%	32.39%	33.03%
P/E	17.74	40.66	43.36	29.71	23.36
P/B	3.39	9.91	11.95	9.62	7.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 28 日发布 2021 年三季度报, 前三季度实现收入 562 亿元, 同比 +66%, 净利润 75.6 亿元, 同比 +19%; 其中 Q3 单季实现收入 211 亿元, 同比 +54%, 环比 +10%, 净利润 25.6 亿元, 同比 +14%, 环比 +3%; 公司 Q3 业绩符合我们预期, 并靠近市场主流预期区间上限。

经营分析

- 原材料大涨及限电背景下, Q3 实现高质量盈利, 核心业务利润率保持行业领先: 公司 Q3 单季综合毛利率/净利率分别为 19%/12%, 较 Q2 环比分别下降 3.4/0.8pct, 由于 Q3 公司硅片产能受原材料供应及部分地区限电影响产出受限, 我们预计公司 Q3 硅片外销比例或显著低于上半年 (即大比例自用)。基于公司披露的财务数据并结合公开产品报价, 我们测算预计公司 Q3 硅片毛利率 24-25%, 组件毛利率 16-18%, 考虑 ASP 环比上涨的影响, 预计单 W 盈利维持在较高水平, 并仍然保持同业公司可比业务中领先地位。
- 合同负债金额大增 50%, 预示 Q4 旺季出货高增, 经营性现金流保持强劲: 公司 Q3 末合同负债金额创历史新高达到 86 亿元, 较 Q2 末的 57 亿元大幅增长 50%, 我们预计主要由已签约组件订单的增长贡献。截至 Q3 末, 我国今年累计新增光伏装机 25.56GW (同比 +44%), 我们仍维持全年 55-60GW 新增装机预测, 即 Q4 大概率复制去年底装机翘尾情景, 结合合同负债金额判断, 预计公司 Q4 组件出货量有望实现环比显著增长; 同时, 公司 Q3 经营现金净流量达到 38.3 亿元, 较 Q2 增长 13.7 亿元, 且超过当季净利。
- 电池研发效率接连破纪录, 制氢设备实现量产, 全面保持行业领头羊姿态: 公司在过去一周内, 连续两次打破 HJT 电池效率纪录, 将商业尺寸 (M6) HJT 电池效率纪录推升至 26.3%; 同时, 公司自今年 3 月底成立氢能子公司后, 仅用半年时间即实现了首台制氢用碱性电解槽设备的下线。在 N 型技术领域的持续进展和新业务/新场景的快速突破, 正持续展现公司在研发领域大力投入结合强大执行力的战略威力, 并充分验证我们此前强调的“规模优势外溢”将支持公司长期保持行业领先的判断。

盈利调整与投资建议

- 因 Q3 以来硅料、玻璃、胶膜等主要原材料价格快速上涨持续推升组件成本, 而短期内组件 ASP 的上调较难完全覆盖成本增幅, 我们对公司 Q4 盈利预测做出调整, 更新公司 2021-2023E 年净利润预测至 111 (-8%)、162、206 亿元, 对应 EPS 分别为 2.06、3.00、3.82 元, 维持目标价 120 元, 对应 40 倍 2022PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料涨价超预期; 下游需求不及预期; 新业务开拓不及预期。

相关报告

- 《组件领跑优势扩大, 龙头护城河渐拓宽-隆基股份 2021 半年报业绩...》, 2021.8.21
- 《加码 N 型电池扩产, 新优势来源初见端倪-隆基股份发行转债事件点...》, 2021.5.18
- 《主战场切换完成, 待“规模优势”全面开花-隆基股份 2020 年报...》, 2021.4.21
- 《持续扫货硅料玻璃, 供应链优势进一步巩固-隆基股份签订重大采购...》, 2021.2.9
- 《组件业务持续发力, 汇兑、减值小幅拖累业绩-隆基股份 2020 年...》, 2021.1.28

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	21,988	32,897	54,583	91,904	127,368	145,831	货币资金	7,708	19,336	26,963	31,171	43,400	48,950
增长率		49.6%	65.9%	68.4%	38.6%	14.5%	应收账款	9,169	9,504	12,216	19,501	26,957	30,784
主营业务成本	-17,096	-23,389	-41,146	-74,263	-103,019	-115,978	存货	4,283	6,356	11,452	16,277	22,579	25,420
%销售收入	77.8%	71.1%	75.4%	80.8%	80.9%	79.5%	其他流动资产	1,742	2,170	4,469	5,022	6,383	7,022
毛利	4,892	9,508	13,438	17,642	24,349	29,853	流动资产	22,901	37,367	55,101	71,972	99,320	112,175
%销售收入	22.2%	28.9%	24.6%	19.2%	19.1%	20.5%	%总资产	57.7%	63.0%	62.9%	68.5%	74.4%	76.2%
营业税金及附加	-117	-178	-282	-487	-675	-773	长期投资	869	1,122	1,594	1,594	1,594	1,594
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	14,116	18,349	26,906	29,205	30,505	31,504
销售费用	-1,017	-1,330	-1,073	-1,838	-2,293	-2,552	%总资产	35.6%	30.9%	30.7%	27.8%	22.8%	21.4%
%销售收入	4.6%	4.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	无形资产	1,197	1,227	2,261	2,067	1,902	1,762
管理费用	-623	-971	-1,466	-1,654	-2,229	-2,479	非流动资产	16,758	21,937	32,534	33,126	34,261	35,120
%销售收入	2.8%	3.0%	2.7%	1.8%	1.8%	1.7%	%总资产	42.3%	37.0%	37.1%	31.5%	25.6%	23.8%
研发费用	-202	-304	-499	-873	-1,146	-1,240	资产总计	39,659	59,304	87,635	105,097	133,580	147,295
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	短期借款	1,824	2,426	5,202	5,845	7,644	1,057
息税前利润 (EBIT)	2,933	6,725	10,117	12,789	18,006	22,809	应付款项	10,977	17,612	30,756	44,833	58,667	64,872
%销售收入	13.3%	20.4%	18.5%	13.9%	14.1%	15.6%	其他流动负债	2,077	4,582	7,134	6,713	9,357	10,820
财务费用	-267	-250	-378	-331	-392	-132	流动负债	14,878	24,620	43,092	57,392	75,669	76,750
%销售收入	1.2%	0.8%	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	长期贷款	2,659	2,509	1,125	1,125	1,125	1,125
资产减值损失	-728	-563	1,117	-501	-709	-510	其他长期负债	5,297	3,881	7,819	5,696	6,157	6,397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	22,834	31,009	52,037	64,213	82,951	84,272
投资收益	794	240	1,078	960	1,801	1,643	普通股股东权益	16,452	27,629	35,106	40,392	50,137	62,531
%税前利润	27.7%	3.8%	10.9%	7.5%	9.6%	6.9%	其中：股本	2,791	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
营业利润	2,869	6,298	9,971	12,963	18,877	23,980	未分配利润	7,975	12,701	19,353	26,029	35,774	48,168
营业利润率	13.1%	19.1%	18.3%	14.1%	14.8%	16.4%	少数股东权益	373	666	492	492	492	492
营业外收支	-2	-51	-59	-100	-100	-100	负债股东权益合计	39,659	59,304	87,635	105,097	133,580	147,295
税前利润	2,867	6,247	9,912	12,863	18,777	23,880	比率分析						
利润率	13.0%	19.0%	18.2%	14.0%	14.7%	16.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-301	-690	-1,212	-1,736	-2,535	-3,224	每股指标						
所得税率	10.5%	11.0%	12.2%	13.5%	13.5%	13.5%	每股收益	0.917	1.400	2.267	2.055	3.000	3.815
净利润	2,567	5,557	8,700	11,126	16,242	20,656	每股净资产	5.895	7.325	9.308	7.461	9.261	11.550
少数股东损益	9	278	147	0	0	0	每股经营现金净流	0.420	2.147	2.373	4.092	5.566	6.487
归属于母公司的净利润	2,558	5,280	8,552	11,126	16,242	20,656	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.180	1.722	2.191
净利率	11.6%	16.0%	15.7%	12.1%	12.8%	14.2%	回报率						
							净资产收益率	15.55%	19.11%	24.36%	27.55%	32.39%	33.03%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.45%	8.90%	9.76%	10.59%	12.16%	14.02%
净利润	2,567	5,557	8,700	11,126	16,242	20,656	投入资本收益率	10.66%	17.32%	18.89%	21.19%	24.43%	28.37%
少数股东损益	9	278	147	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,929	1,989	1,272	3,325	4,004	4,281	主营业务收入增长率	34.38%	49.62%	65.92%	68.38%	38.59%	14.50%
非经营收益	-406	104	-751	-197	-964	-963	EBIT增长率	-22.83%	129.30%	50.45%	26.41%	40.79%	26.68%
营运资金变动	-2,917	447	-272	1,180	1,711	492	净利润增长率	-28.24%	106.40%	61.99%	30.10%	45.98%	27.18%
经营活动现金净流	1,173	8,097	8,949	15,434	20,993	24,466	总资产增长率	20.60%	49.53%	47.77%	19.93%	27.10%	10.27%
资本开支	-3,823	-2,684	-4,800	-4,766	-5,160	-5,160	资产管理能力						
投资	434	183	-425	0	0	0	应收账款周转天数	68.8	45.4	37.1	40.0	40.0	40.0
其他	220	-252	54	960	1,801	1,643	存货周转天数	71.1	83.0	79.0	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-3,169	-2,753	-5,171	-3,805	-3,359	-3,518	应付账款周转天数	78.3	73.2	74.4	75.0	70.0	70.0
股权募资	308	4,594	136	-1,390	0	0	固定资产周转天数	220.1	171.6	163.9	106.5	82.0	74.8
债权募资	766	-198	4,923	-1,040	1,799	-6,587	偿债能力						
其他	-768	94	-2,558	-4,991	-7,204	-8,812	净负债/股东权益	0.22%	-47.38%	-45.76%	-48.56%	-59.81%	-67.31%
筹资活动现金净流	305	4,490	2,501	-7,420	-5,404	-15,399	EBIT利息保障倍数	11.0	26.9	26.7	38.7	45.9	173.0
现金净流量	-1,691	9,834	6,279	4,208	12,229	5,549	资产负债率	57.58%	52.29%	59.38%	61.10%	62.10%	57.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	11	59	69	134
增持	1	2	9	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.15	1.13	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-28	买入	60.60	75.00
2	2020-09-27	买入	71.12	90.00
3	2020-11-01	买入	75.99	90.00
4	2021-01-28	买入	123.00	138.00
5	2021-02-09	买入	112.20	143.00
6	2021-04-21	买入	92.40	143.00
7	2021-05-18	买入	99.35	143.00
8	2021-08-31	买入	97.30	120.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402