

光伏设备

短期盈利受到扰动，长期竞争优势稳固

2021年10月29日

——隆基股份（601012）2021 三季度报点评

**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、持续高增长，竞争优势巩固龙头地位  
2021.08.31
- 2、业绩持续增长，竞争优势凸显  
2021.04.22
- 3、全球单晶龙头，持续加强竞争优势  
2020.12.22

隆基股份（601012）与沪深300对比表现



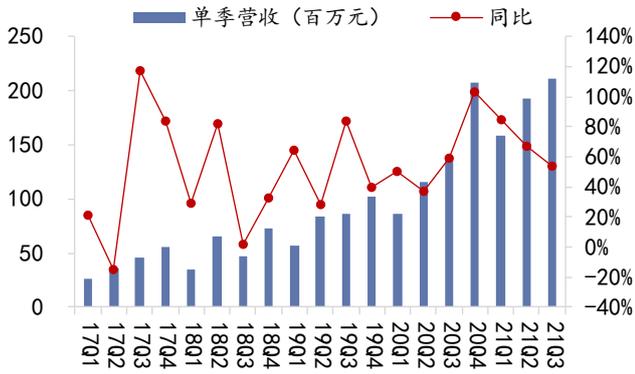
公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	478,559.15
流通市值 (百万)	478,548.55
总股本 (百万股)	5,412.95
流通股本 (百万股)	5,412.83
日成交额 (百万)	8,130.55
当日换手率 (%)	1.70
第一大股东	李振国
<b>请务必阅读文后重要声明及免责条款</b>	

**核心观点：**

- 1) **业绩稳健增长。**前三季度，公司实现收入562.1亿元(+66.1%)，归母净利润63.6亿元(+18.9%)。其中第三季度营收211.1亿元(同比+54.2%)，相对Q1/Q2营收同比增速84.4%/66.7%，仍处于高位；归母净利润25.6亿元(同比+14.4%)，对比Q1/Q2的34.2%/10.6%，成本压力下表现稳健。
- 2) **硅料成本压力下，盈利能力受到一定扰动。**前三季度，公司毛利率为21.3%(同比-6.54pct)，其中Q3毛利率18.93%(同比-6.86pct)，环比减少了3.4pct。除毛利相对较低的组件业务占比提升因素外，硅料价格的大幅上涨挤压了中下游环节的利润空间。公司作为垂直一体化龙头，抗压能力相对较强。
- 3) **公司持续投入研发推进技术进步，龙头地位稳固。**HJT电池研发方面，权威测试机构德国哈梅林太阳能研究所(ISFH)研究所测试公布隆基HJT电池再次取得重大突破，转换效率高达26.3%；在TOPCon电池领域，隆基的N型TOPCon电池和P型TOPCon电池也分别取得了25.21%、25.19%的世界最高转换效率。另外公司积极布局BIPV及光伏制氢业务，可望打开更多应用场景。公司多条技术路径布局新光伏电池技术，表现积极而稳健，龙头地位稳固。
- 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2.01/2.70/3.34元，对应市盈率为44/33/27倍。短期看，虽然上游硅料涨价大涨导致产业链不平衡，但公司作为垂直一体化龙头，抗压能力更强。长期看，公司持续投入研发推进技术进步，垂直一体化战略成效显著，规模、技术、品牌优势将保障公司持续受益光伏行业的长期发展，我们维持对公司“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。

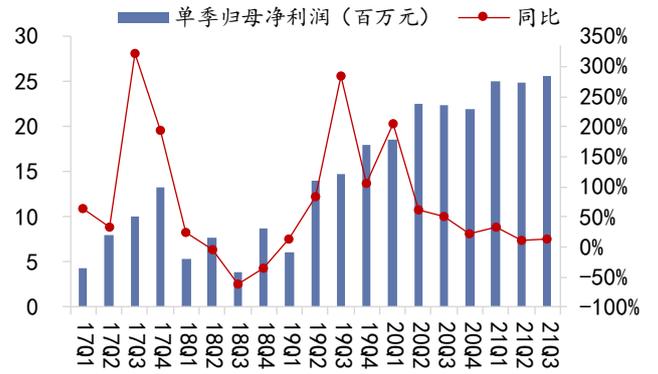
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	54583.18	86628.58	108659.48	127447.15
收入同比	65.92%	58.71%	25.43%	17.29%
净利润 (百万元)	8552.37	10904.82	14603.36	18101.31
净利润同比	62.0%	27.5%	33.9%	24.0%
毛利率	24.62%	21.09%	21.92%	22.66%
净利率	15.67%	12.59%	13.44%	14.20%
EPS (元)	2.27	2.01	2.70	3.34
PE (倍)	39.3	44.2	33.0	26.7

Figure 1 公司营业收入情况（按季度）



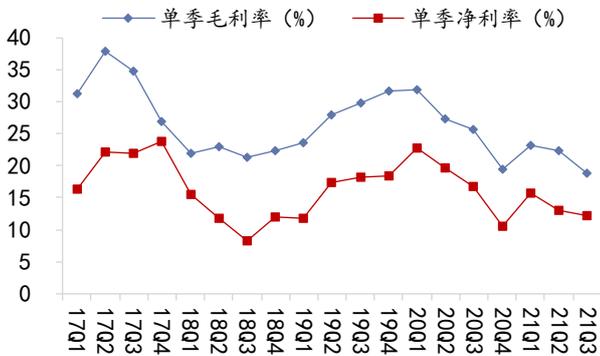
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润情况（按季度）



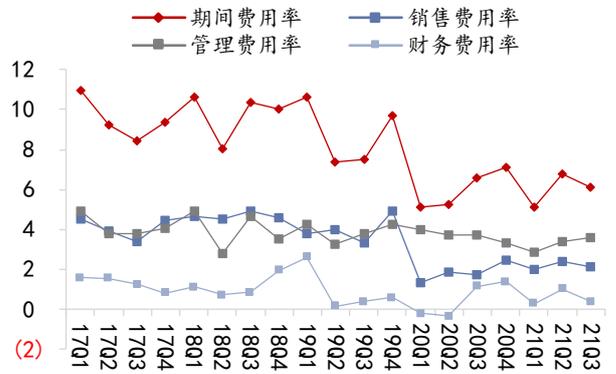
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

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:**公司垂直一体化战略成效显著,2020年组件产品在全球的市场占有率约19%,同比大幅增加11pct,我们预计2021年可望继续提升市占率至约25%。短期产业链不平衡因素会对市场形成一定扰动,但公司作为一体化龙头优势显著,市场率提升趋势确定。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:**短期产业链不平衡不改行业集中度提升趋势,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。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%、19%及13%。

**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%,电力业务规模保持稳定,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。公司在硅片环节具备一定提价转移成本压力的能力,电池主要自用,组件环节直接面对客户,短期压力相对较大。随着产业链趋于平衡,行业盈利能力将会改善,我们预计2021-2023年,公司综合毛利率分别为21.1%/21.9%/22.7%,其中硅片及硅棒业务毛利率分别为28%/29.5%/30%,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	<b>16362</b>	<b>21988</b>	<b>32897</b>	<b>54583</b>	<b>86629</b>	<b>108659</b>	<b>127447</b>
同比	<b>41.9%</b>	<b>34.4%</b>	<b>49.6%</b>	<b>65.9%</b>	<b>58.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>17.3%</b>
<b>毛利率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
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%	28.0%	29.5%	30.0%
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%
<b>综合毛利率</b>	<b>32.3%</b>	<b>22.3%</b>	<b>28.9%</b>	<b>24.6%</b>	<b>21.1%</b>	<b>21.9%</b>	<b>22.7%</b>

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 109 亿元、146 亿元和 181 亿元，同比增速分别为 27.5%/33.9%/24%；实现的 EPS 分别为 2.01 元、2.70 元及 3.34 元。

根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 市盈率分别为 44/33/27 倍。短期看，虽然上游硅料涨价大涨导致产业链不平衡，但公司作为垂直一体化龙头，抗压能力更强。长期看，公司持续投入研发推进技术进步，垂直一体化战略成效显著，规模、技术、品牌优势将保障公司持续受益光伏行业的长期发展，我们维持对公司“增持”评级。

## 二、风险因素

### 2.1 国际贸易摩擦风险

出于保护本国光伏产业的目的，近几年欧洲、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。报告期内，随着公司国际化战略步伐加快，海外销售快速提升，虽然公司已通过实施海外产能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 市场竞争风险

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。

### 2.3 新型冠状病毒疫情导致的宏观经济波动风险

太阳能光伏发电投资规模大、投资回收期长、发电成本高的特点，决定了其受宏观经济环境的影响较大。目前光伏终端电站投资规模较大且回收期长，电站投资总额中较大比例依靠银行贷款，宏观经济环境的变化将影响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。2021年上半年，新型冠状病毒疫情依然在全球蔓延，若疫情得不到有效控制，电力需求将出现衰退，再结合金融环境恶化，短期内可能会导致全球光伏终端需求的放缓。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>54583</b>	<b>86629</b>	<b>108659</b>	<b>127447</b>
每股收益	2.27	2.01	2.70	3.34	营业成本	41146	68356	84838	98562
每股净资产	9.31	8.47	10.73	13.53	毛利率%	24.6%	21.1%	21.9%	22.7%
每股经营现金流	2.92	2.92	3.55	4.19	营业税金及附加	282	459	576	675
每股股利	0.00	0.33	0.44	0.54	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1073	1906	2499	2931
P/E	39.26	44.24	33.03	26.65	营业费用率%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
P/B	9.58	10.52	8.31	6.59	管理费用	1466	2252	2825	3314
P/S	6.16	5.57	4.44	3.79	管理费用率%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
EV/EBITDA	27.03	31.29	23.46	18.74	研发费用	499	866	1087	1274
股息率 (%)	<b>0.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	研发费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	378	464	497	522
毛利率	24.6%	21.1%	21.9%	22.7%	财务费用率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
净利润率	15.7%	12.6%	13.4%	14.2%	资产减值损失	-950	-902	-992	-1082
净资产收益率	24.4%	23.8%	25.2%	24.7%	投资收益	<b>1078</b>	<b>866</b>	<b>1087</b>	<b>1274</b>
资产回报率	9.8%	9.1%	10.0%	10.3%	<b>营业利润</b>	9971	12553	16796	20808
投资回报率	19.0%	19.4%	21.1%	21.0%	营业外收支	<b>-59</b>	<b>-90</b>	<b>-106</b>	<b>-121</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	9912	12463	16690	20687
营业收入增长率	65.9%	58.7%	25.4%	17.3%	所得税	1212	1558	2086	2586
EBIT 增长率	53.0%	28.7%	33.0%	23.4%	有效所得税率%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	62.0%	27.5%	33.9%	24.0%	少数股东损益	147	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>8552</b>	<b>10905</b>	<b>14603</b>	<b>18101</b>
资产负债率	59.4%	61.3%	60.1%	57.9%					
流动比率	1.28	1.26	1.28	1.33	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.94	0.89	0.91	0.96	货币资金	26963	35000	42700	53305
现金比率	0.63	0.55	0.55	0.59	应收款项	11535	19292	24529	28791
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	11452	18328	22803	26523
应收帐款周转天数	48.62	48.00	48.00	48.00	其它流动资产	5151	7755	9609	11250
存货周转天数	101.59	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	55101	80374	99641	119870
总资产周转率	0.62	0.72	0.74	0.73	长期股权投资	1456	1806	2186	2586
固定资产周转率	2.23	2.84	2.92	2.87	固定资产	24506	30546	37194	44419
					在建工程	2400	2760	3120	3480
					无形资产	598	539	480	421
					非流动资产合计	32534	39425	47053	55380
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>87635</b>	<b>119799</b>	<b>146694</b>	<b>175250</b>
净利润	8552	10905	14603	18101	短期借款	2416	3221	3219	4000
少数股东损益	147	0	0	0	应付账款	22144	36519	45324	52656
非现金支出	3338	2829	3271	3743	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-751	-220	-357	-446	其它流动负债	18532	24271	29359	33600
营运资金变动	-272	2306	1707	1280	流动负债合计	43092	64011	77902	90257
<b>经营活动现金流</b>	<b>11015</b>	<b>15820</b>	<b>19225</b>	<b>22679</b>	长期借款	1125	1125	1125	1125
资产	-4800	-8690	-9706	-10721	其它长期负债	7819	8319	9119	10119
投资	-425	-350	-380	-400	非流动负债合计	8944	9444	10244	11244
其他	54	666	787	874	<b>负债总计</b>	<b>52037</b>	<b>73455</b>	<b>88147</b>	<b>101501</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5171</b>	<b>-8374</b>	<b>-9299</b>	<b>-10247</b>	实收资本	3772	5413	5413	5413
债权募资	4923	1305	798	1781	归属于母公司所有者权益	35106	45852	58055	73256
股权募资	136	1641	0	0	少数股东权益	492	492	492	492
其他	-2249	-2356	-3023	-3608	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>87635</b>	<b>119799</b>	<b>146694</b>	<b>175250</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2810</b>	<b>591</b>	<b>-2225</b>	<b>-1827</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>8345</b>	<b>8037</b>	<b>7700</b>	<b>10605</b>					

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。