

光伏

报告原因：三季报点评

2021年10月29日

隆基股份(601012.SH)

三季报基本符合预期,毛利率有望触底回升

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10月29日

收盘价(元):	97.69
年内最高/最低(元):	98.58/50.96
流通A股/总股本(亿):	54.13/54.13
流通A股市值(亿):	5287.80
总市值(亿):	5287.91

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益	1.41
摊薄每股收益:	1.40
每股净资产(元):	8.50
净资产收益率:	16.42%

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

公司发布2021年三季报，前三季度公司实现营业收入562.06亿元，同比增长66.13%；实现归母净利润75.56亿元，同比增长18.87%；实现扣非归母净利润73.99亿元，同比增长23.02%；其中Q3单季实现营业收入211.07亿元，同比增长54.17%；实现归母净利润25.63亿元，同比增长14.39%；实现扣非归母净利润24.95亿元，同比增长17.65%。

事件点评

毛利率维持低位，存货环比有所上升。Q3单季公司销售毛利率18.93%，同比下降6.86pct，环比下降3.40pct，主要原因是今年以来硅料价格及海外运输费用的上涨压缩组件环节利润，另外前期遗留的部分低价组件订单造成了一定的亏损，我们认为公司目前已度过最艰难的时期，Q4起组件端盈利状况将有所改善。Q3末公司存货约199.51亿元，比Q2末增长13.93%。另Q3单季公司收到对联营及合营企业的投资收益1.66亿元，同比增长141.90%，主要因为年内硅料价格大幅上涨，来自联营企业四川永祥的投资收益增加所致。

硅片稳居龙头地位，电池效率连破记录。上半年公司实现单晶硅片出货38.36GW，其中外销18.76GW，同比增长36.48%，自用19.60GW，市场份额第一的位置保持稳定，出货中M10占比约23%，估计下半年M10产品出货比例达30%+。公司持续在N型电池领域进行研发投入，并在各条技术路线上均处于领先地位，公司研发的TOPCon电池转换效率已达25.21%，HJT电池转换效率达26.30%，创下新的电池效率世界纪录。

组件份额保持第一，盈利水平有望修复。上半年公司实现单晶组件出货17.01GW，其中外销16.60GW，同比增长152.40%，组件收入占比达67%，同比上升10pct，出货量保持行业第一。根据硅料企业公告，预计年底前有约17万吨多晶硅新建产能投放，届时公司组件业务盈利有望触底回升。

投资建议

预计公司2021-2023年EPS分别为1.91\2.74\3.38，对应公司10月29日收盘价97.69元，2021-2023年PE分别为51.16\35.68\28.92，维持“买入”评级。

风险提示

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	72,535.1	89,802.1	110,061.1	营业收入	54583.2	90171.4	103877.5	119770.7
现金	26,963.4	21,640.0	31,650.0	44,415.0	营业成本	41145.6	73399.5	81024.4	92103.7
应收账款	7,593.6	12,982.4	14,538.0	16,864.6	营业税金及附加	281.9	450.9	519.4	598.9
其他应收款	395.7	1,067.2	968.2	1,134.0	销售费用	1073.4	1803.4	2077.5	2395.4
预付账款	1,890.9	3,080.4	4,570.4	6,273.8	管理费用	1465.8	2524.8	2908.6	3353.6
存货	11,509.5	18,098.5	19,978.6	22,710.5	研发费用	499.1	829.6	955.7	1101.9
其他流动资产	6,748.1	15,666.5	18,096.9	18,663.2	财务费用	378.3	-137.3	-254.1	-393.9
非流动资产	32,533.6	43,422.5	50,808.4	57,160.7	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	3.1	3.9	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	11,196.5	13,095.5	14,159.9	营业利润	9971.2	12227.1	17515.8	21604.4
资产总计	87,634.8	115,957.5	140,610.5	167,221.8	营业外收入	14.1	14.0	16.0	13.0
流动负债	43,092.5	59,662.5	71,005.9	79,158.4	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	12191.1	17481.8	21567.4
应付账款	11,169.3	16,489.8	19,867.9	22,759.6	所得税	1212.2	1828.7	2622.3	3235.1
其他流动负债	29,507.2	40,399.8	49,781.0	54,363.9	净利润	8699.7	10362.5	14859.5	18332.3
非流动负债	8,944.3	9,860.6	9,514.8	11,104.8	少数股东损益	147.3	25.9	37.1	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	10336.6	14822.4	18286.4
其他非流动负债	7,819.0	7,735.3	8,214.6	9,345.5	EBITDA	14685.8	15855.3	22029.1	27020.0
负债合计	52,036.8	69,523.1	80,520.8	90,263.2	EPS (元)	1.6	1.9	2.7	3.4
少数股东权益	492.3	518.2	555.4	601.2	主要财务比率				
股本	3,771.8	5,413.0	5,413.0	5,413.0	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	30,013.2	43,649.8	60,473.3	营业收入	65.92%	65.20%	15.20%	15.30%
归属母公司股东权益	35,105.8	45,913.4	59,532.6	76,359.0	营业利润	58.33%	22.63%	43.25%	23.34%
负债和股东权益	87,634.8	115,954.6	140,608.7	167,223.4	归属于母公司净利润	61.99%	20.86%	43.40%	23.37%
					获利能力				
					毛利率(%)	24.62%	18.60%	22.00%	23.10%
					净利率(%)	15.67%	11.46%	14.27%	15.27%
					ROE(%)	24.44%	22.32%	24.73%	23.82%
					ROIC(%)	69.30%	61.02%	47.19%	56.07%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.38%	59.96%	57.27%	53.98%
					净负债比率(%)	-5.29%	42.47%	47.05%	37.22%
					流动比率	1.28	1.22	1.26	1.39
					速动比率	1.01	0.91	0.98	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.89	0.81	0.78
					应收账款周转率	9.45	9.08	7.82	7.82
					应付账款周转率	6.51	6.52	5.71	5.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.58	1.91	2.74	3.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.44	4.26	4.04
					每股净资产(最新摊薄)	6.49	8.48	11.00	14.11
					估值比率				
					P/E	61.8	51.2	35.7	28.9
					P/B	15.1	11.5	8.9	6.9
					EV/EBITDA	22.43	32.41	22.76	18.14

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	7,807.2	23,068.4	21,890.0
净利润	8,699.7	10,336.6	14,822.4	18,286.4
折旧摊销	2,221.2	3,165.9	4,011.6	4,907.7
财务费用	385.0	-137.3	-254.1	-393.9
投资损失	-1,077.5	-703.8	-673.7	-818.3
营运资金变动	3,282.6	-4,879.2	5,121.1	-162.9
其他经营现金流	-2,496.1	25.0	41.0	71.0
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	-102.3	-3,089.1	815.9
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	1,641.2	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	-3,126.5	-830.8	-324.0
现金净增加额	8,653.7	7,936.5	20,101.4	22,788.4

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

